

THESIS / THÈSE

MASTER EN SCIENCES ÉCONOMIQUES

Les causes et les conséquences de la dérégulation de la bourse de Londres

Melot, Benoît

Award date:
1988

Awarding institution:
Université de Namur

[Link to publication](#)

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal ?

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

Facultés Universitaires Notre-Dame de la Paix, Namur
Faculté des Sciences Economiques et Sociales
Année Académique 1987 - 1988

LES CAUSES ET LES
CONSEQUENCES DE LA
DEREGULATION DE LA
BOURSE DE LONDRES

Benoît MELOT

Mémoire présenté en vue de l'obtention du grade de Licencié
et Maître en Sciences Economiques et Sociales

Avant-Propos

Pour me permettre de réaliser ce travail, plusieurs personnes ont bien voulu me consacrer du temps et me conseiller. Je tiens à leur exprimer ici ma plus vive reconnaissance.

En particulier, je souhaite remercier :

Monsieur Jean-Benoît Sepulchre, Membre-Délégué du Comité du Comité d'Administration, Générale de Banque, Namur,

Monsieur David Goode, Manager à la Banque Belge (Investment Dept), à Londres,

Monsieur André Champagne, agent de change à Bruxelles,

mon oncle, Ernest Mélot, avocat à Namur,

Leur amabilité et leur expérience m'ont permis de mener à bien ce mémoire.

Mes remerciements vont tout spécialement au Professeur Charles Van Wymeersch qui a bien voulu diriger ce mémoire ainsi qu'à son assistant, M. Michel Ernst. Leur disponibilité m'a été précieuse.

Je tiens également à exprimer ma reconnaissance à l'ensemble des professeurs de la Faculté des Sciences Economiques et Sociales qui ont contribué à ma formation.

TABLE DES MATIERES

PREMIERE PARTIE : LES CAUSES DE LA DEREGULATION ET L'ORGANISATION GENERALE DU STOCK EXCHANGE APRES CELLE-CI

Chapitre 1. Les causes de la dérégulation : la situation du Stock Exchange face aux autres marchés boursiers avant le Big Bang

- 1.1. Les investisseurs institutionnels
- 1.2. La fragmentation des marchés boursiers :
 - 1.2.1 La cotation multiple
 - 1.2.2 Les transactions portant sur des blocs
 - 1.2.3 Les marchés parallèles, à l'échelon national
 - 1.2.4 Les marchés parallèles, à l'échelon international
- 1.3. La réaction des Bourses américaines et britannique face à ces problèmes depuis le début des années 70
 - 1.3.1 Aux USA
 - 1.3.2 En Grande-Bretagne

Chapitre 2 . La dérégulation : sa préparation depuis 1979 et les transformations effectuées

- 2.1. Les élections de 1979 : l'amorce d'un changement
- 2.2. Le marché tel qu'il se présentait auparavant pour l'investisseur
- 2.3. La dérégulation complète le 27 Octobre 1986
 - 2.3.1 Instauration d'une concurrence entre brokers-dealers
 - 2.3.2 Suppression de la "Single Capacity"
 - 2.3.3 Ouverture du marché
 - 2.3.4 Réduction du droit de timbre
 - 2.3.5 Installation du Stock Exchange Automated Quotation

Chapitre 3. Le Stock Exchange aujourd'hui

- 3.1. La législation concernant l'International Stock Exchange
- 3.2. Le fonctionnement de l'ISE
 - 3.2.1 Présentation des différents marchés
 - 3.2.2 L'organisation de l'International Stock Exchange

DEUXIEME PARTIE : LES CONSEQUENCES DU BIG BANG SUR LES INTERVENANTS ET SUR LE STOCK EXCHANGE

Chapitre 4. Les conséquences pour les intermédiaires financiers dans les différents marchés

- 4.1. Les brokers-dealers
 - 4.1.1 Les raisons de passer encore par un broker
 - 4.1.2 La diminution des commissions perçues par les brokers
 - 4.1.3 L'augmentation de l'ensemble des revenus des brokers
- 4.2. Les market makers
 - 4.2.1 Sur le marché des Fonds d'Etat
 - 4.2.2 Sur le marché des actions
 - 4.2.3 Un nombre suffisant pour éviter l'oligopole
 - 4.2.4 La diminution actuelle des spreads sur l'ensemble des marchés

Chapitre 5. Les principaux bénéficiaires : les investisseurs britanniques et étrangers

- 5.1 Sur le marché des actions britanniques
- 5.2 Les transactions portant sur Fonds d'Etat et obligations
- 5.3 La réduction du coût pour les titres étrangers

Chapitre 6 . L'augmentation d'activité depuis la dérégulation

6.1 Le marché secondaire

- 6.1.1 Les actions britanniques et étrangères
- 6.1.2 Les Fonds d'Etat et obligations
- 6.1.3 Les options
- 6.1.4 Conclusion : une très forte élasticité

6.2 Le marché primaire

Chapitre 7 . Contrôle interne et externe du marché : la protection de l'investisseur

- 7.1. L'organigramme mis en place par le Gouvernement
- 7.2. Le contrôle interne : le rôle du "Compliance Officer"
- 7.3. La protection réelle de l'investisseur : le rôle de la concurrence

TROISIEME PARTIE : EVALUATION DES DIFFERENTS CHANGEMENTS APPORTES ET PERSPECTIVES D'AVENIR POUR LE STOCK EXCHANGE ; LA SITUATION DE LA BOURSE DE BRUXELLES FACE A L'I.S.E.

Chapitre 8. Evaluation des changements apportés au Stock Exchange

8.1 Le système SEAQ : les raisons d'un choix

- 8.1.1 Un marché traditionnellement dirigé par les prix
- 8.1.2 L'avantage du SEAQ en période de crise
- 8.1.3 La flexibilité du système NASDAQ - SEAQ
- 8.1.4 Une interconnexion facile entre Bourses

8.2 La transformation de la Bourse en place financière

- 8.2.1 La disparition du "floor" du Stock Exchange
- 8.2.2 L'entrée en force des sociétés étrangères dans la City
- 8.2.3 Les résultats de ce changement

8.3 L'instauration d'une concurrence saine à Londres

8.4 Les problèmes actuels de l'International Stock Exchange

- 8.4.1 Un manque de concurrence entre market makers dans les marchés les moins actifs
- 8.4.2 Une lenteur de traitement des petits ordres
- 8.4.3 Problèmes liés à l'installation du SEAQ

Chapitre 9. L'évolution probable au cours des prochaines années

9.1 La résolution des problèmes actuels

9.1.1 Le SEAG Automatic Execution Facility (SAEF)

9.1.2 Le système TAURUS

9.2 Une importance croissante de l'International Stock Exchange

9.3 Un contrôle strict, sans nouvelle régulation

Chapitre 10. Conséquences des mutations du Stock Exchange de Londres pour la Bourse de Bruxelles

10.1 Le fractionnement du marché de Bruxelles

10.2 Le manque de compétitivité de la Bourse de Bruxelles : les coûts de transactions comparés

10.2.1 Les coûts de transaction pour l'investisseur privé

10.2.2 Les coûts de transaction pour l'investisseur institutionnel

10.3 Les raisons du manque de compétitivité de la Bourse de Bruxelles

10.3.1 Des taux de courtage fixes à Bruxelles face à la concurrence régnant à Londres

10.3.2 Le monopole du bordereau face à l'ouverture du Stock Exchange

10.3.3 Difficulté supplémentaire d'un marché centralisé

10.4 L'introduction du Computer Assisted Trading System (CATS) à Bruxelles

10.5 Proposition : une libéralisation du marché boursier belge

Introduction

Depuis le début des années 70, les Bourses ont dû faire face à un double défi : l'arrivée des investisseurs institutionnels et la fragmentation des marchés boursiers. Face à cela, en 1975, on a vu le New York Stock Exchange (NYSE) supprimer les commissions fixes afin de rétablir sa compétitivité. Un nouveau type de Bourse s'est également créé aux USA, avec l'apparition du NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotation).

La dérégulation de la Bourse de Londres allait, quant à elle, donner le coup d'envoi de la modernisation des marchés boursiers européens. La première partie de ce travail montrera pourquoi le London Stock Exchange (devenu depuis l'International Stock Exchange) a rompu si brutalement avec une tradition datant de plus de deux siècles.

Le chapitre 1 sera donc consacré aux causes de la dérégulation (baptisée le "Big Bang").

Le chapitre 2 examinera la préparation de la dérégulation et mettra en évidence les changements introduits par celle-ci.

Dans le chapitre 3, nous verrons quelle est l'organisation actuelle du Stock Exchange ainsi que les différents segments du marché.

Ceci nous permettra d'aborder, dans la deuxième partie du travail, les conséquences des changements qu'a connus la Bourse de Londres.

Dans cette deuxième partie, le chapitre 4 verra quels sont les effets du Big Bang sur les intermédiaires financiers : les départs et les arrivées, l'évolution du coût et de la qualité de leurs services, ainsi que de leur niveau de profit. Sur base de ces constatations, nous tenterons de voir quels ont été les effets du krach boursier et de déterminer les tendances qui se dessinent pour les années à venir.

Le chapitre 5 étudiera la situation de l'investisseur, dans l'ensemble des marchés, suite à la dérégulation.

Le chapitre 6 donnera un aperçu du très fort accroissement d'activité qui a suivi le "Big Bang". Pour étudier spécifiquement les effets de la dérégulation, nous ne tiendrons cependant pas compte de la période postérieure au krach boursier, période heurtée, au comportement difficilement généralisable.

Dans le chapitre 7, nous verrons comment s'organise actuellement le contrôle du marché boursier, profondément remanié depuis la dérégulation. Nous verrons également l'utilité d'une concurrence accrue pour la protection de l'investisseur.

Dans la troisième partie, nous tenterons de tirer certaines conclusions quant aux différents changements apportés par la dérégulation (chapitre 8) ainsi que de voir comment les problèmes actuels de l'International Stock Exchange seront probablement résolus à l'avenir (chapitre 9).

Enfin, dans le chapitre 10, nous aborderons l'impact des modifications intervenues à la Bourse de Londres sur la place de Bruxelles. En effet, la dérégulation de la Bourse de Londres a eu des conséquences en-dehors de la Grande-Bretagne : il nous a donc paru intéressant de situer notre Bourse par rapport à l'évolution de l'International Stock Exchange. Etant donné les problèmes que connaît actuellement la Bourse de Bruxelles, nous verrons les solutions qui pourraient être proposées afin de lui permettre d'aborder plus sereinement l'échéance européenne de 1992.

PREMIERE PARTIE : LES CAUSES DE LA DEREGULATION ET
L'ORGANISATION GENERALE DU STOCK EXCHANGE APRES CELLE-CI

CHAPITRE 1. LES CAUSES DE LA DEREGULATION : LA SITUATION DU STOCK EXCHANGE FACE AUX AUTRES MARCHES BOURSIERS AVANT LA DEREGULATION

1.1. Les investisseurs institutionnels

Depuis le début des années 70, les analystes financiers ont constaté que la diversification internationale d'un portefeuille financier en diminuait le risque non systématique : le "modèle de marché" de SHARPE le montre bien.

De plus, on assiste depuis une quinzaine d'années à l'arrivée d'investisseurs pratiquant de manière intensive cette diversification : les investisseurs institutionnels (gestionnaires de fonds de placement, de compagnies d'assurances ou de fonds de pension).

L'importance de ceux-ci se fait de plus en plus sentir : alors que leurs ordres ne représentaient que 17 % du volume traité en 1975, ils atteignaient 52 % de l'ensemble des transactions à New-York en 1986 (Tendances, 1986, p.135). A Londres, on estime que cela va jusqu'à 65 % (POLLOCK, 1987), et ceci malgré le fait que le nombre des actionnaires privés soit passé de 3 à 9 millions ces dernières années, suite aux privatisations (cfr ch 6).

Selon P. LANNOY, vice-président de l'Association Belge des Analystes Financiers, faisant état d'une étude réalisée pour la Bourse de Toronto, on peut aujourd'hui classer les investisseurs en trois catégories :

La première est celle des investisseurs institutionnels : un peu moins de 3000 institutions réalisent 3/4 des échanges mondiaux en actions. La moyenne des postes traités s'élève à USD 5 millions. On estime que 40 % de ce volume est traité par les institutionnels entre eux, sans recours aux intermédiaires. Pour 1990, ce chiffre pourrait s'élever à 60 %.

La deuxième catégorie reprend 15 000 institutions de taille plus modeste, tandis que la troisième est composée d'environ 110 millions d'investisseurs individuels. Ces deux dernières réalisent 25% des échanges mondiaux (Echo de la Bourse, 1986, p.4).

L'importance croissante des "institutionnels" et le montant de leurs ordres leur a permis d'avoir des exigences bien supérieures à celles de l'investisseur privé vis à vis des intermédiaires financiers. On peut résumer ces exigences comme ceci :

- coût des transactions plus faible,
- rapidité et qualité du service offert, surtout en ce qui concerne la recherche d'information,
- accès aisé aux marchés internationaux .

Ces exigences ont pu être satisfaites principalement grâce aux progrès des moyens de communication et à la réduction du coût de l'information.

Face à cette nouvelle catégorie d'investisseurs, le profil de l'intermédiaire financier a également changé : selon P. Lannoy, on peut aussi classer ceux-ci en trois catégories :

1/ Les intermédiaires les plus importants sont au nombre d'une vingtaine : ces firmes s'appuient sur un réseau de distribution et de communication à l'échelle mondiale. La moyenne de leur capital tourne autour de USD 2 milliards. Les quatre maisons japonaises les plus importantes, avec Nomura à leur tête, ont réalisé en 1985 un bénéfice équivalent à celui de l'ensemble des membres du New-York Stock Exchange (NYSE).

Ces sociétés réalisent environ 40 % du volume mondial des transactions sur titres.

2/ A côté de ces géants, on trouve aussi quelque 120 firmes qui dépendent encore des Bourses pour le dénouement du solde de leur position (Echo de la Bourse, 1986, p. 5).

3/ On trouve enfin 5 000 intermédiaires plus spécialisés ayant un caractère régional.

1.2. La fragmentation des marchés boursiers

Un autre problème auquel ont dû faire face les Bourses internationales depuis le début des années 70 a été la fragmentation des marchés.

Si on reprend la définition du NYSE, on peut dire que la fragmentation est "le fait qu'un titre donné fasse l'objet de transactions sur diverses places qui ne communiquent pas suffisamment entre elles pour que le rapport offre / demande puisse intervenir pleinement dans les prix cotés" (PICARELLE, 1987, p.6).

PICARELLE distingue quatre types de fragmentation ; nous les voyons rapidement pour constater ensuite (section 1.3.) ceux qui ont le plus affecté la place de Londres :

1.2.1 la cotation multiple, dans le pays d'origine : on pense ici surtout aux USA, où les actions les plus activement traitées (représentant 80 % du volume du marché) le sont sur plusieurs Bourses.

Ce phénomène de cotation multiple se retrouve en Allemagne, Suisse, Espagne, et d'autres pays encore, mais à un degré moindre.

Ces pays tentent d'unifier leur système boursier en utilisant un seul réseau informatique ; quand ils y seront parvenus, la cotation multiple n'aura plus d'effet de fragmentation.

1.2.2 Les transactions portant sur des blocs : ce sont des transactions sur paquets de titres transitant par un agent de change mais négociés hors-Bourse.

En effet, l'introduction d'ordres importants peut poser de nombreux problèmes :

- on risque des variations de cours importantes que le donneur d'ordre ne souhaite probablement pas et qui peuvent être néfastes tant à l'équilibre du marché qu'à la confiance du public ;

- on risque également de ne pas trouver de contrepartie, et ceci spécialement dans un marché étroit (ex : Bruxelles).

1.2.3 Les marchés parallèles, à l'échelon national : ici aussi, les transactions s'effectuent hors-Bourse, mais ce ne sont plus les agents de change qui servent d'intermédiaires.

En effet, les investisseurs institutionnels, qui sont les principaux responsables des marchés hors-Bourse, s'adressent dans ce cas à des intermédiaires non-affiliés à la Bourse ou bien se passent tout-à-fait d'intermédiaires, en contactant directement d'autres sociétés susceptibles de leur fournir la contrepartie (phénomène de désintermédiation).

1.2.4 Les marchés parallèles à la Bourse d'origine, à l'échelon international : actuellement, les maisons de titres les plus importantes développent une activité supérieure à celle de beaucoup de Bourses nationales. On pense ici à la vingtaine de firmes telles que Nomura, Merrill Lynch, Salomon Brothers, etc... qui réalisent près de la moitié des transactions mondiales.

Ces sociétés possèdent d'importants stocks de titres et, en agissant en tant que contrepartistes, elles attirent à elles des marchés importants.

Les actions traitées par ces compagnies en-dehors des Bourses sont des titres de premier plan ; Euromoney chiffrait ceux-ci à 236 en 1984, 328 en 1985, 472 en 1986 et 493 en 1987.

En annexe de ce chapitre, on trouvera un tableau reprenant les principales caractéristiques des Bourses de première importance à travers le monde.

1.3. La réaction des Bourses américaines et britannique face à ces problèmes depuis le début des années 70

1.3.1 Aux Etats-Unis

Jusqu'en 1975, le NYSE avait un système de taux de commission fixes. Ces taux étaient bien sûrs dégressifs, mais cela n'allait pas au-delà de 100 titres. Un institutionnel qui voulait acheter 20 000 actions devait donc payer 200 fois la commission sur 100 titres !

Ceux-ci résolurent partiellement leur problème en pratiquant une désintermédiation de plus en plus importante, en-dehors du NYSE, et de l'AMEX (American Stock Exchange).

A côté de cette désintermédiation, on vit apparaître sur le marché hors-Bourse des courtiers non membres du NYSE ou de l'AMEX qui offraient aux institutionnels des coûts de transactions nettement inférieurs à ceux de ces deux Bourses. Ces coûts ne consistaient pas en une commission perçue, mais en une différence entre le prix d'achat et de vente du titre. Cette différence, appelée le "spread", est payée à moitié par l'acheteur et à moitié par le vendeur.

Ce système de transactions sur base de prix nets est le même que celui pratiqué pour les devises. Il suppose évidemment que les courtiers le pratiquant disposent d'importants stocks de titres. En effet, les teneurs de marché doivent pouvoir répondre à tout moment à une demande d'achat de la part d'un investisseur. La gestion optimale de ces stocks est coûteuse.

Ce marché "Over the Counter" (OTC) prit le nom de Third Market, car le NYSE et l'AMEX étaient respectivement le premier et le deuxième marché. Il n'avait, par définition, pas de règles de fonctionnement établies et était très opaque, vu l'absence de centralisation de l'information. On le considérait comme désorganisé et peu fiable.

De plus en plus de plaintes furent déposées contre l'OTC à partir de 1965 ; en 1970, la situation était telle que la SEC (Securities and Exchange Commission) demanda à la NASD, l'organisation de supervision des marchés Hors-Cote, de créer un réseau national

plus précis et plus rapide (PICARELLE, 1987, p. 34).

En 1971, la NASD créait le NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotation). Ce marché était entièrement automatisé ; actuellement, ce réseau boursier compte 156 000 terminaux, dont quelque 20 000 en-dehors des USA. Selon D. GOODE (Manager, Investment Dept - Bque Belge), il jouit d'une confiance tout-à-fait semblable à celle du NYSE ou de l'AMEX.

La croissance du NASDAQ a été très rapide ; en 1978, le volume journalier traité était, en moyenne, de 11 millions de titres. En 1987, cette moyenne est passée à 155 millions par jour (The Wall Street Journal, 1987, p. 13).

Cette croissance s'est faite au détriment du NYSE et de l'AMEX, comme on peut le voir au tableau 1.1 :

Tableau 1.1 : Valeurs des titres traités sur les différentes Bourses américaines :

	1976		1986	
	USD mia	%	USD mia	%
NASDAQ	1,69	21,9	28,76	42,6
NYSE	5,37	69,7	35,77	53,0
AMEX	0,64	8,4	2,97	4,4
Total	7,70	100,0	67,50	100,0

(source : NASDAQ)

Face à ces intermédiaires opérant en dehors d'une Bourse et agissant seuls dans un premier temps (leur regroupement ne s'est fait qu'en 1971), le NYSE voyait la menace et demandait, dès 1966, à la Securities and Exchange Commission d'assouplir ses règles de fonctionnement pour pouvoir redevenir compétitif face au NASDAQ.

Cela se fit en trois étapes :

a) 1966 : Suppression de l'obligation pour les membres du NYSE d'exécuter leurs ordres sur le parquet de la Bourse.

b) 1969 : Réduction des taux portant sur des transactions de 1 000 actions et plus.

c) 1975 : "Mayday" : installation d'une libre concurrence entre courtiers par la suppression des commissions fixes.

Selon PICARELLE (1987, p. 58) et ERNST (chercheur, FUNDP), les conséquences de ces changements sur le NYSE furent les suivantes :

1/ les commissions furent réduites de 40 à 50 % ,

2/ la chute des revenus des brokers, en plus de la demande venant de leurs clients (qui cherchaient notamment à se protéger contre la volatilité du marché), les obligea à développer de nouveaux produits ; d'une moyenne de 12 dans les années 70, ils sont aujourd'hui au nombre d'une centaine,

3/ le volume des transactions est passé de USD 7,7 milliards en 1976 à USD 67,5 milliards en 1986. Il faut remarquer que, à côté de cela, la croissance du NASDAQ a été nettement plus forte.

4/ de nombreux investisseurs institutionnels sont revenus sur le NYSE : le nombre d'ordres de plus de 10 000 actions, par exemple, est passé de 34 000 en 1975 à 539 000 en 1985.

1.3.2 En Grande-Bretagne

Du point de vue législatif, on peut résumer en un mot ce qui s'est fait avant 1979, concernant le Stock Exchange : rien. La seule tentative de réforme fut menée en 1976 par le gouvernement travailliste de l'époque ; il fit comparaître le Stock Exchange devant l'"Office of Fair Trading" pour pratiques anti-concurrentielles. Durant trois ans, cela n'eut pas d'effet.

Avant d'étudier, au chapitre 2, les différents changements effectués par les Conservateurs depuis leur arrivée au pouvoir, voyons la situation du London Stock Exchange (LSE) avant le Big Bang.

Les coûts de transaction étaient nettement supérieurs à ceux pratiqués sur les Bourses en concurrence avec Londres (cfr ch. 3) et les sociétés étrangères n'avaient pas le droit de devenir membres du LSE. En outre, le système n'admettait que la "Single Capacity" (cfr infra : 2.2), ce qui lui donnait une certaine pesanteur. Il suffit d'ajouter que le droit de timbre s'élevait à 2 % (!) sur les transactions en actions, début 1974, pour com-

prendre que le LSE n'était plus compétitif face à ses concurrents. L'abaissement du droit de timbre à 1 %, fin 74, ne fut pas suffisant pour renverser la vapeur.

Les conséquences de ces coûts importants et de cette rigidité se sont fait fortement sentir depuis le début des années 70, où l'on a assisté à la fragmentation progressive du marché londonien.

Celle-ci était principalement due à la concurrence internationale et aux marchés parallèles, à l'échelon national.

a) la fragmentation des marchés due à la concurrence internationale :

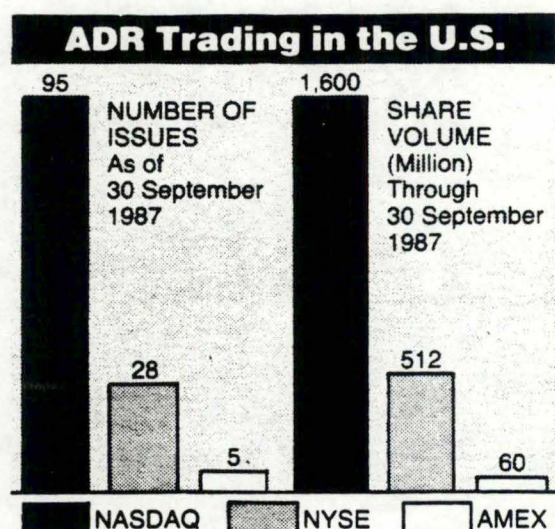
Depuis le début des années 70, certains experts se demandaient si Londres resterait le centre financier qu'il avait toujours été. En 1975, les craintes se sont faites plus précises lorsque le NYSE supprima ses taux de commission fixes : il devenait clair qu'il était plus avantageux de passer par New-York pour des transactions importantes ; on assista dès lors à un développement fulgurant des ADR (American Depositary Receipts).

Les ADR sont des certificats nominatifs ayant pour but de faciliter les transactions aux USA portant sur des titres étrangers. Ce sont des certificats émis par une banque américaine assurant qu'un certain nombre d'actions ont été déposées auprès d'une filiale de cette banque à l'étranger (THOMAS, 1986, p.44).

Les ADR éliminent donc les coûts de transport et les délais pour les Américains (ou les étrangers résidant aux USA) qui souhaitent acquérir des actions étrangères ; en effet, ils achètent et vendent les ADR sur le NYSE, l'AMEX ou le NASDAQ et ils jouissent des mêmes droits que le détenteur d'actions, tout en ayant la possibilité d'exercer ceux-ci plus facilement.

Le tableau 1.2 montre le volume d'ADR émis et traités sur les trois marchés boursiers américains en 1987 :

Tableau 1.2 : ADR trading in the U.S.



source : Financial Times, 3/11/87, p.22

L'attrait principal des ADR est qu'ils se négocient exactement comme une action américaine : en 1975, cela signifiait que l'investisseur américain qui souhaitait acquérir des titres cotés exclusivement à Londres mais existant sous forme d'ADR, pouvait éviter le droit de timbre et bénéficiait de commissions librement négociées en les acquérant sur une Bourse américaine. On comprend facilement le succès qu'ont rencontré ces certificats nominatifs.

A côté de ceux-ci, il existe également les IDR (International Depositary Receipts) et les EDR (European Depositary Receipts) qui fournissent les mêmes avantages que les ADR : en effet, ils représentent des titres étrangers, mais sont échangés sur des Bourses non-américaines (ex : Londres). Par le fait que les IDR et les EDR ne sont pas émis aux USA, ils ne sont pas soumis à la réglementation de la Securities and Exchange Commission. Leur succès n'est pas encore comparable à celui des ADR.

En Grande-Bretagne, la plupart des actions "alpha" (actions de premier rang : cfr ch 2) existent aussi sous forme d'ADR.

C'est probablement la levée du contrôle des changes, décidée par le premier gouvernement conservateur de Mme Thatcher, en 1979, qui permit de se rendre réellement compte du manque de compétitivité du LSE et de la nécessité d'un changement en profondeur dans son fonctionnement.

En effet, dès la fin 79, on assista à une ruée sur les placements de portefeuilles à l'étranger : on estime à environ GBP 12 milliards le montant investi à l'extérieur entre 79 et 83. Or, sur ce volume très important, on chiffre à 10 % seulement la part des capitaux qui est passée par le LSE (EUROMONEY, 1986, p. 6).

De plus, le marché des valeurs vedettes anglaises se déplaçait littéralement vers New-York, vu le coût moindre des transactions; le marché des ADR connut une croissance spectaculaire : début 86 on trouvait 40 % des actions Jaguar ou BP et même 60 % des titres ICI sur les Bourses américaines, sous forme d'ADR.

Même l'investisseur britannique préférait passer par New-York pour acquérir les valeurs vedette du LSE, malgré le coût provenant du rapatriement des certificats.

Avant le Big Bang, le LSE voyait donc fuir la liquidité de ses principales valeurs au profit des Bourses américaines (PICARELLE, 1987, p. 59).

b) la fragmentation due aux marchés parallèles, à l'échelon national :

Londres a toujours été le centre de l'euro-marché (euro-obligations, euro-notes, euro-equities,...) qui est un marché très actif et développant de nombreuses innovations : Floating Rate Notes à partir de 1980, RUF (Revolving Underwriting Facilities) ou NIF (Notes Issuance Facilities) depuis 1984, en sont quelques exemples.

Tant en ce qui concerne le marché primaire que secondaire, Londres a toujours joué un rôle prédominant dans l'euro-marché, particulièrement dans le domaine des euro-bonds. En 1985, 85 % des émissions d'euro-obligations se sont faites à Londres, par l'intermédiaire des banques étrangères principalement. D'une capitalisation de USD 50 milliards en 1975, on est passé à 500 milliards en 1986 (PICARELLE, 1987, p. 60).

L'ensemble des transactions mondiales en euro-obligations était évalué en 1985 à USD 2 200 milliards, soit 14 fois le volume de 1979 (PLENDER & WALLACE, 1986, p. 44) ; on estime que 75 % de ce volume est passé par Londres. Or, on constate que la quasi-

totalité de cette croissance est passée à côté du Stock Exchange (Financial Times, 1986, p.8) !

En effet, les membres du LSE préféraient le cadre confortable de leur monopole sur les titres britanniques aux eaux mouvantes de l'euro-marché, non soumis à la réglementation du LSE (ibidem).

De plus, des difficultés pratiques se présentaient : l'euro-marché fonctionne sur base de commissions librement négociées et ne fait pas de distinction entre le rôle de courtier et de teneur de marché.

C'est pour ces raisons que l'euro-marché passait presque totalement à côté du LSE et était l'apanage de l'ISRO (International Securities Regulatory Organisation : cfr le point 2.3.).

Il devenait donc évident que des mesures devaient être prises pour permettre au Stock Exchange d'affronter la concurrence, tant nationale qu'internationale.

SECURITIES MARKETS AROUND THE WORLD

	Australia	Canada	France	Hong Kong	Japan	Malaysia	Netherlands	Singapore	South Africa	Switzerland	United Kingdom	U.S.	West Germany
TRADING IN													
Government Bonds	yes	yes	yes	no	yes(6)	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes(6)	yes
Equities	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
Traded Options	yes	yes	yes	no	no	no	yes	yes	yes	no	yes	yes	yes
Financial Futures	yes(6)	yes	yes	no	yes	no	no	yes(6)	yes	no	yes	yes	no
Minimum Commissions	negotiable	negotiable	negotiable(8)	negotiable	fixed	fixed	fixed	minimum	fixed	fixed	negotiable	negotiable	negotiable
REPORTING REQUIREMENTS TO THE EXCHANGE AND/OR REGULATORY AUTHORITY													
Annual Financial Statements	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
More Frequent Financial Reports	quarterly	monthly	no	yes	yes	no	quarterly	no	biannually	no	monthly/quarterly	monthly/quarterly	monthly/quarterly
MEMBERSHIP REQUIREMENTS													
By Seat	no	yes	no	yes	yes	no	no	no	yes	no	no	yes	no
Price of Seat	A\$10,000	Can\$50,000 (TSE)	no	HK\$120,000	\$5m-6m	no	no	no	R22,000	no	no	\$600,000 (NYSE)	no
Overseas Firms Admitted	no	no	no	yes	yes	yes	yes	no	no	yes(9)	yes	yes	yes
Additional Entry Requirements for Overseas Firms				no	yes	yes	yes			yes	no	yes	no
Securities Dealing by Stock Exchange Members Only	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	no	yes	no	yes	yes
MINIMUM CAPITAL REQUIREMENTS													
Individual Firms	A\$50,000- A\$250,000	(2)	FF1,500,000	HK\$1m HK\$5M	(5)	(4) (4)	Dfl 1m	Limited Co. \$2m min. for others on basis of formula	(3)	Sfr5,000- 30,000	(1)	(7)	DM50,000- 6 million
INVESTOR PROTECTION INSURANCE	yes	yes	yes	yes	no	yes	no	yes	yes	no	yes	yes	no

Source: Spicer and Oppenheim

Notes:

(1)-From October 1986 equivalent to three months expenses (as defined) with additions according to nature and scale of business.

(2)-Expressed as a formula related to volume of activity and the firm's business activity.

(3)-Minimum capital is R40,000 for the first two partners or directors and R10,000 for each subsequent partner or director.

(4)-For partnerships and firms requirements are:

*Not less than \$100,000 for each partner of a member firm or director of a member company and \$50,000 for each dealer's representative in the member firm or company; or

*amount equivalent to four times the monthly net brokerage earned, which ever is greater.

(5)-For firms applying to manage underwriting syndicates and to undertake public distribution and/or principal dealing or agency business the minimum capital requirement is \$3 billion

(6)-Not generally traded on the main Stock Exchange

(7)-US\$2,500 to US\$100,000, 6% of aggregate indebtedness or 2% of aggregate debit terms in accordance with Rule 15c3-3

(8)-For larger transactions

(9)-Foreigners can become "B-Concession Holders"

2.1. Les élections de 1979 : l'amorce d'un changement

Lors de l'arrivée des Conservateurs au pouvoir en 1979, le LSE crut que la tentative de changement faite par le gouvernement travailliste était définitivement enterrée. Ce fut exactement le contraire qui se produisit !

Alors que les Travaillistes, dans les années 70, se demandaient si la City remplissait son rôle vis-à-vis de l'industrie britannique, le souci des Conservateurs fut de rétablir sa compétitivité face à la concurrence étrangère, principalement américaine.

Le premier changement économique profond fut la levée du contrôle des changes, en 1979. On a vu au premier chapitre que cela avait probablement été l'origine de la prise de conscience générale du manque de compétitivité du LSE.

La volonté de réforme n'était pas générale parmi les Britanniques ; le LSE lui-même s'y opposait en se référant à son "Rule Book" qui énonçait les conditions très restrictives qu'il fallait remplir pour devenir membre du Stock Exchange. La raison fondamentale était que ceux qui en faisaient déjà partie ne souhaitaient nullement perdre leurs privilèges, acquis en deux siècles. La tension entre le LSE et le gouvernement fut vive à partir de 1979.

Le procès entamé en 1976 reprit donc et ce n'est qu'en 1983 que M. Parkinson, alors Secrétaire d'Etat, fit cesser cette action. En effet, Sir Nicholas Goodison, président du LSE, acceptait les changements proposés par le gouvernement et ratifiait la proposition d'accord, fixant la dérégulation à 1986.

Malgré le fait que l'ensemble des changements importants se soit produit le 27 octobre 86, il faut remarquer que le gouvernement avait commencé à ouvrir les portes du LSE dès 1979, en autorisant les sociétés étrangères à prendre une participation de 10 % dans les firmes britanniques membres du LSE.

En 1982, cette limite passait à 29,9 %. Dès 1983, les firmes étrangères ont profité de cette autorisation pour augmenter massivement leur participation dans les sociétés londoniennes.

De plus, en 1984, on assista au "Little Bang" ; en effet, une dérégulation semblable à celle qui allait se faire en 1986 eut lieu pour le marché des actions étrangères cotées à Londres. Le LSE mit au point le "SEAO international", système de cotation perfectionné diffusant une information permanente. Vu la similitude entre le "Little Bang" et le "Big Bang" qui allait avoir lieu deux ans plus tard, nous étudierons les conséquences des deux dérégulations en même temps.

2.2 Le marché tel qu'il se présentait auparavant pour l'investisseur

Avant le 27 Octobre 1986, l'investisseur britannique ou étranger qui s'adressait au Stock Exchange voyait traiter son ordre de la façon suivante : il le transmettait à un broker (agent de change) qui, à son tour, passait par un jobber (teneur de marché).

Le jobber tirait son bénéfice du "spread" (marge) entre le prix d'achat et de vente du titre. Evidemment, sur les marchés les plus liquides (ex : actions alpha ; cfr point 3.2.2), le spread était, et est toujours, plus faible que sur un marché étroit (ex : actions gamma ; cfr 3.2.2).

Il y avait une concurrence entre jobbers qui fixaient librement leur prix d'achat et de vente. Cependant, cette concurrence était très théorique car il n'y avait que 2 à 5 jobbers par titre. Sur le marché des Fonds d'Etat, par exemple, on en comptait 6 mais 4 n'avaient que peu d'importance et les deux principaux exerçaient un duopole de fait.

Le broker, lui, faisait payer à son client une commission fixe (cfr tableau 2.1).

Tableau 2.1 : Commissions perçues par les brokers avant le
27/10/86

Montant traité (GBP 1 000)	Taux de Commission (%)	Montant cumulé (GBP 1 000)	Taux cumulé (%)	Total Comm.
7,0 1ères	1,65	7,0	1,65	115
8,0 suiv.	0,55	15,0	1,06	159
115,0 suiv.	0,50	130,0	0,56	734
170,0 suiv.	0,40	300,0	0,47	1 414
600,0 suiv.	0,30	900,0	0,35	3 214
1 100,0 suiv.	0,20	2 000,0	0,25	5 414

(THOMAS, 1986, p. 123)

Ces taux de commissions avaient été fixés par les autorités boursières au début du siècle et furent augmentés à deux reprises ces dernières années : une première fois en 1975, après l'effondrement des cours et une seconde fois en 1982. Cela put se faire en dépit du "Restrictive Practices Court" mis sur pied dans les années 50 pour vérifier qu'aucun accord ne venait entraver la liberté économique.

Le client avait donc à payer deux types de frais différents aux intermédiaires financiers : la moitié du spread (l'autre étant payé par sa contrepartie) et le courtage. A ceci venait s'ajouter

- le droit de timbre, fixé à 1 % du montant de la transaction (uniquement pour les achats et ventes d'actions) ;
- 15 % de TVA sur le montant de la commission perçue par le broker ;
- le "PTM levy" , frais fixes de 60 pence (env 38 BEF).

En conséquence, passer par Londres plutôt que par New-York était, en moyenne, deux fois plus coûteux pour l'investisseur (pour une comparaison détaillée des coûts actuels, cfr le ch. 4).

2.3 La dérégulation complète le 27 octobre 1986

Les modifications qui ont radicalement transformé le London Stock Exchange (et en même temps la City tout entière) sont les suivantes :

2.3.1 Instauration d'une concurrence entre brokers-dealers

Les taux fixes des commissions perçues par les brokers ont été supprimées ; celles-ci sont devenues librement négociables entre parties.

2.3.2 Suppression de la "Single Capacity"

Auparavant, les brokers n'avaient pas un accès direct au marché et devaient passer par un jobber (cfr supra) ; ceux-ci ne pouvaient exécuter d'ordres que s'ils provenaient de brokers.

Lors de la dérégulation, on est passé de cette "Single Capacity" à la "Dual Capacity" : la séparation des fonctions a disparu. Les nouveaux teneurs de marché, ou contrepartistes, s'appellent les "market makers" et les anciens brokers ont reçu le nom de "brokers-dealers". Il n'est plus obligatoire pour l'investisseur de passer par ceux-ci ; il peut directement s'adresser à un market maker (Echo de la Bourse, 26/03/87, p.16).

Néanmoins, les brokers-dealers continuent d'exister (cfr ch 3). Certains exercent également la fonction de market maker. De même, la plupart des market makers ont un "broking department" dans le but d'offrir l'ensemble des services à leurs clients.

On a vu apparaître à cette occasion une nouvelle hybride financière : l'investment bank. Cette entité regroupe un département de "broking", un autre de "market making" ainsi qu'une banque. La plus importante est probablement Barclays de Zoete Wedd (BZW), résultat de la fusion entre la banque Barclays, le broker de Zoete & Bevan et Wedd Durlacher, un des trois jobbers importants existant avant la dérégulation.

Il est important de remarquer ici que le broker anglais n'exerce pas du tout le même rôle que l'agent de change belge. En effet, ce dernier exécute directement les ordres de ses clients, tandis que le broker s'adresse, encore maintenant, à un market maker.

Depuis la dérégulation, les brokers, s'ils le souhaitent et s'ils satisfont aux conditions requises de capital minimum, peuvent exercer les fonctions de market maker.

Il y a donc une différence entre agent de change et broker. Malgré cela, la littérature l'emploie indifféremment et traduit souvent l'un par l'autre.

2.3.3 Ouverture des marchés

On a donné la possibilité aux sociétés financières britanniques ou étrangères (banques, compagnies d'agents de change) de prendre une participation majoritaire ou même de racheter totalement une firme londonienne membre du LSE (ou même une banque britannique). De plus, les conditions d'admission de nouveaux membres ont été fortement assouplies, permettant aux sociétés disposant de capitaux suffisants de s'affilier directement au LSE.

Il faut remarquer qu'en ce qui concerne les banques britanniques, leur rachat ne peut se faire que s'il existe une réciprocité possible dans le pays de l'acheteur. Cette question est d'ailleurs à l'origine d'un vaste débat avec le Japon qui met de nombreuses barrières à l'accès à ses marchés financiers.

Cette double possibilité offerte aux institutions financières a eu des conséquences avant la dérégulation car les fusions et rachats ont pu commencer dès le 1er mars 1986. Un grand nombre de firmes britanniques (brokers ou jobbers) se sont fait racheter par des institutions britanniques ou étrangères disposant de capitaux suffisants pour affronter le nouveau marché. La seule société importante ayant continué seule est CAZENOVE qui a estimé pouvoir affronter le nouveau marché sans se regrouper.

On a vu se créer la firme Midland Montagu à partir de la Midland Bank, de Montagu (banque d'affaires) ainsi que de Greenwell, une firme de brokers rachetée en 1986. La Warburg fusionnait avec Rowe and Pitmann (broker) et Akroyd (jobber) ainsi qu'avec un broker dans le domaine des Fonds d'Etat, Mullens and Co.

L'autre stratégie était adoptée par des sociétés telles que Goldman Sachs, Salomon Brothers ou encore la Lloyds (en Fonds d'Etat seulement pour celle-ci), qui préférèrent monter de toutes pièces leur département de market making, souvent en parallèle à un département de broking.

Un an après le Big Bang, il est difficile de déterminer quelle stratégie était la meilleure, mais il semble que les sociétés qui se sont lancées dans le marché sans bénéficier de l'expérience d'une firme installée depuis longtemps au SE s'en sont repenties. C'est le cas de la Lloyds qui a dû cesser de coter les Fonds d'Etat, après avoir subi de fortes pertes.

Cette troisième modification dans le fonctionnement du LSE est la plus importante ; en effet, c'est elle qui a permis l'arrivée de nombreux intermédiaires financiers, tant britanniques qu'étrangers et qui a fait passer le Stock Exchange d'une situation d'oligopole à une concurrence intense (cfr ch. 3).

2.3.4 Réduction du droit de timbre

Le droit de timbre affecte uniquement les transactions en actions. Il est passé de 1 % du montant de la transaction à 0,5 %. Bien que ce ne soit pas une modification structurelle, cela a eu un effet très positif (cfr infra).

2.3.5 Installation du Stock Exchange Automated Quotation (SEAQ)

Ce système très perfectionné, d'un coût d'environ BEF 5 milliards (Business Week 1986, p. 16) a pour principale mission de collecter à tout instant l'information en provenance des market makers et de la redistribuer à l'ensemble des abonnés. Pour plus de détails concernant le SEAQ, voir l'étude de PICARELLE (1987, pp 38 à 40).

Par comparaison avec la dérégulation du NYSE, en 1975, celle du LSE aura donc été beaucoup plus profonde ; en effet, la seule modification qui avait été apportée au NYSE était la suppression des commissions fixes.

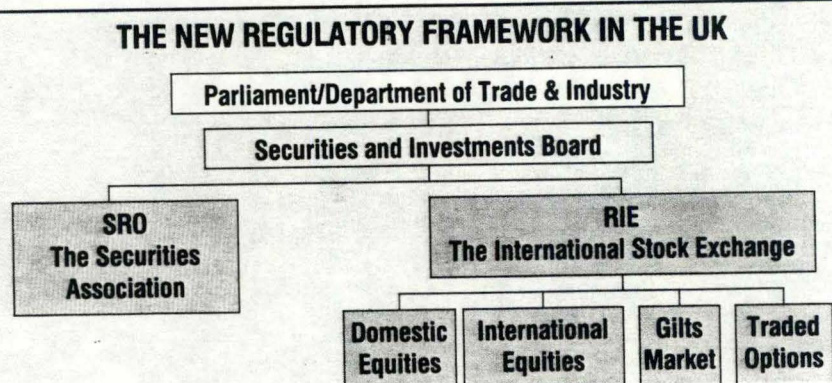
3.1. La législation concernant le SE

Selon la loi qui régit le SE, ce sont ses membres qui élisent parmi eux un Conseil ayant la responsabilité d'organiser et d'administrer le SE. Les règles et règlements de celui-ci établissent ses procédures de fonctionnement et sont sujettes à révision périodique par le Conseil.

Cependant, depuis le "Financial Services Act" de 1986, les sociétés exerçant des activités financières (en-dehors des banques) doivent appartenir à une SRO (Self Regulatory Organisation) qui les supervise. Les six SRO qui existent depuis début 1986 dépendent du SIB (Securities and Investment Board), lui-même contrôlé par le Ministère du Commerce et de l'Industrie (en ce qui concerne le contrôle proprement dit, cfr ch. 7).

Tableau 3.1 : The new Regulatory framework in the UK

LONDON: THE INTERNATIONAL STOCK EXCHANGE



(Euromoney, 1987, p. 8)

Sur les six SRO, deux nous intéressent particulièrement : le LSE (London Stock Exchange) et l'ISRO (International Securities Regulatory Organisation). La première était le Stock Exchange proprement dit, dont nous avons vu les difficultés avant la dérégulation. La seconde, l'ISRO, était une association regroupant d'importantes maisons de titres, spécialisées dans l'euro-marché. Ces firmes ne souhaitaient pas devenir membres du LSE, vu

son manque de compétitivité. Ce sont elles qui ont canalisé la quasi-totalité du marché des euro-bonds depuis 1979.

Les relations entre ces deux organisations ont toujours été extrêmement tendues ; à plusieurs reprises, le président du LSE, Sir Nicholas Goodison, avait déclaré que les sociétés traitant l'euro-marché "n'avaient pas la réputation d'honnêteté qu'elles devraient avoir", tandis que l'ISRO considérait le LSE comme un marché paralysé par ses règles de fonctionnement datant du 18ème siècle (Financial Times, 17/09/86, p. 10).

Fin 1986, le Big Bang allait apporter au LSE les changements qui lui permettraient de traiter les titres de l'euro-marché, tandis que l'ISRO allait probablement accaparer une partie importante du marché auparavant réglementé par le LSE. Il y avait donc un important danger de fragmentation du marché à Londres même (fragmentation du 1er type : cfr 1.2.1).

Après une longue négociation, les deux organisations arrivèrent à un accord capital et fusionnèrent le 12/11/86, soit quinze jours après le Big Bang. La fusion donna naissance à l'ISE, l'International Stock Exchange.

Cependant, une disposition du Financial Services Act empêchait l'ISE d'agir à la fois en tant que SRO et d'organisateur de l'ensemble du marché ; une SRO fut donc créée, la "Securities Association", avec pour mission de donner (ou retirer : cfr ch 7) l'autorisation d'exercer une fonction d'"investment business" à une société voulant devenir membre de l'ISE, en tant que broker-dealer, market maker ou autre. De plus, elle s'est vue confier la délicate mission de surveillance des relations entre ces sociétés membres de l'ISE et leurs clients.

L'organisation en elle-même des différents marchés appartient au Recognised Investment Exchange (RIE) qui est donc l'ISE pour l'ensemble du marché des titres. Il faut noter ici que l'autorisation d'exercer une activité de market maker en Fonds d'Etat doit être délivrée par la Banque d'Angleterre qui souhaite garder une certaine autorité sur ce marché.

3.2. Le fonctionnement de l'ISE

3.2.1 Présentation des différents marchés

Au 31/12/86, la capitalisation totale des titres cotés à l'ISE était de GBP 1 447 milliards, dans lesquels les Fonds d'Etat représentaient 134 milliards, soit 9 %, les obligations et actions britanniques 321 milliards, soit 22 %, et l'ensemble des titres étrangers les quelques 1 000 milliards restants, soit 69 % (Allied Dunbar Investment Guide 1987-1988, p.112). On trouvera en annexe un tableau reprenant la capitalisation des différents marchés londoniens au 30/06/1986.

Le marché des options, créé en 78, est très développé à Londres. Celles-ci portent essentiellement sur des actions de premier rang (actions alpha : cfr infra) ; il n'est pas repris dans les montants ci-dessus, puisque les options dépendent des titres sur lesquels elles portent. On compte 63 options à Londres, 58 étant traitées sur l'ISE.

Il faut remarquer que la quasi-totalité des transactions en actions effectuées à Londres se fait à terme (D. GOODE, Manager, Investment Dept - Bque Belge). En effet, le paiement et la livraison des certificats nominatifs est faite à la fin de périodes de deux semaines, voire trois, fixées à l'avance par l'ISE.

Le reste, négligeable, consiste principalement en l'achat et la vente de droits de souscription, au comptant. Pour les Fonds d'Etat et les obligations, la liquidation se fait également au comptant, c'.-à-d. le jour ouvrable suivant la conclusion du contrat.

Londres a aussi un marché de "futures" très actif, fonctionnant comme le Chicago Mercantile Exchange (marché centralisé) : c'est le LIFFE (London International Financial Futures Exchange). Les "futures", comme les options sont des techniques de transfert du risque (hedging) ou de purs instruments financiers (trading). Selon la KREDIETBANK (22/11/85, p.3), les opérations des "hedgers" couvrent, en général un tiers du volume total et les deux autres tiers sont d'origine spéculative.

C'est sur le LIFFE que se traitent les 5 options non cotées sur l'ISE (une porte sur l'indice FT-SE 100, 2 sur des emprunts

d'Etat et 2 sur les devises, l'USD et le DEM).

Le LIFFE, fondé en 1982, est totalement indépendant de l'ISE et n'a pas été touché par la dérégulation de 1986, aussi ne l'étudierons-nous pas de façon approfondie.

Il faut cependant remarquer que le LIFFE a servi de cobaye à la dérégulation de 1986 car, depuis sa fondation, il fonctionne sans commissions fixes ni "Single Capacity". Tous les types d'institutions ont accès au "floor" du Royal Exchange, le lieu de résidence du LIFFE ; on y retrouve aussi bien des banques que des brokers, market makers, investisseurs institutionnels, etc...

Le système de transactions, par contre, n'est pas informatisé et le marché reste centralisé sur le "floor".

Si le LIFFE n'a pas subi de modification de statut lors de la dérégulation, il a néanmoins considérablement bénéficié de celle-ci et on a vu les volumes traités sur ce marché augmenter de manière très significative (cfr ch. 6).

Du point de vue du contrôle, le LIFFE ne dépend pas de la "Securities Association", mais d'une autre SRO, l'Association of Futures Brokers and Dealers, l'AFBD (cfr ch. 7).

3.2.2 L'organisation de l'International Stock Exchange

L'ISE comprend trois marchés : le Listed Market, l'Unlisted Market ou USM, et le Third Market. On trouvera à l'annexe 3.1 la capitalisation boursière ainsi que la valeur de marché de l'ensemble des titres cotés sur l'ISE. L'activité sur ces trois marchés sera étudiée ultérieurement, au chapitre 6.

Le premier marché, ou Listed Market, est de très loin le marché le plus actif : les transactions qui y sont réalisées représentent environ 99 % du volume traité à Londres.

Le reste des transactions se fait sur l'USM (2ème Marché) et le Third Market ainsi que sur le marché Over the Counter (OTC) qui ne fait pas partie, par définition, de l'ISE.

1) le Listed Market :

Le Premier marché comprend quatre sous-marchés distincts :

a) UK Domestic Equity Market : on classe en quatre catégories les quelques 3 900 actions britanniques cotées sur le Listed Market :

- les actions alpha : ce sont les "blue chips", les titres les plus actifs, et donc les plus liquides. Bien qu'elles ne regroupent que 126 sociétés, les transactions en actions alpha représentent env. 75 % du volume total, selon D GOODE. On compte en moyenne 14 market makers par titre (voir annexe ch. 4 : calculs personnels) ; les prix et conditions de transaction affichés pour ces titres sont fermes.

L'indice FT-SE 100 reprend les 100 actions alpha les plus importantes et est affiché en permanence par le SEAQ (cfr annexes 3.2 et 3.3 pour sa composition et son évolution de 1978 à 1988).

- les actions bêta, soient les 500 titres suivants, encore fort actifs ; les conditions de transactions sont fermes également. Il y a en moyenne 9 market makers par titre (The Times, 1986, p. 31 - calculs personnels).

- les 3 300 titres gamma et delta reprennent des entreprises de moindre importance. Les fourchettes de prix proposées ne sont qu'indicatives. On trouve 2 à 3 market makers par titre (ibidem).

b) International Equity Market: ainsi qu'on l'a vu à la Section 2.1., un "Little Bang" avait déjà eu lieu en 1984 avec l'installation du SEAQ International. Cela a permis au marché des actions étrangères, qui regroupe quelque 600 titres, d'être compétitif face aux Bourses étrangères dès cette date. Le volume des transactions est égal à environ un tiers de ce qui est traité en actions britanniques (voir tableau 3.2). C'est le marché qui est amené à se développer le plus au cours des prochaines années, vu l'importance qu'a reprise la place financière de Londres.

Tableau 3.2 : Comparaison des transactions en actions étrangères et britanniques réalisées du 1/01/87 au 31/08/87 à l'ISE

	Value (GBP mios)	%	Number of bargains	%
Domestic Equities	193 428	74,4	9 495 736	92,6
Foreign Equities	66 727	25,6	765 965	7,4
Total	260 155	100,0	10 261 701	100,0

source : SEAQ, sept 87

c) Traded Options Market : sur les 58 options traitées sur le Listed Market, 55 portent sur des actions britanniques (actions alpha) et, depuis Novembre 1987, 3 s'appuient sur des valeurs étrangères, en l'occurrence françaises : Elf Aquitaine, Peugeot et Saint-Gobain (source : SEAQ).

d) Gilts Market : le marché des Fonds d'Etat est un marché très compétitif. C'est dans ce marché que l'augmentation des volumes traités a été la plus spectaculaire. Il est très attractif pour les investisseurs américains et japonais car les revenus nets des Gilts continuent d'être supérieurs à ceux des T-Bonds américains ou des Fonds d'Etat japonais.

2) l'Unlisted Securities Market :

L'USM est un marché qui a été créé en 1980 pour permettre aux petites et moyennes entreprises d'être cotées alors qu'elles ne remplissent pas les obligations pour l'être sur le Listed Market.

Les conditions d'accès à l'USM sont les suivantes :

- 3 ans d'activité (des dérogations sont possibles),
- avoir un bénéfice avant impôt compris entre GBP 200 000 et 500 000,
- 10 % des actions de la société aux mains du public (contre 25 % sur le "Listed Market").

Ces trois conditions sont nettement moins astreignantes que celles en vigueur sur le premier marché. De plus, le coût pour la société est beaucoup moindre (cfr annexes) : cette raison est

souvent déterminante (Allied Dunbar Investment Guide 1987-1988, p. 112).

L'USM a rencontré un très vif succès : ayant commencé avec onze sociétés en 1980, il s'est élargi et en cotait 370 fin 87, représentant une capitalisation boursière de GBP 6,22 milliards (calculs de M. ERNST ; base : PEAT MARWICK Mc LINTOCK's, déc. 87, pp 5.2 à 5.20). Il a poursuivi son expansion après le Big Bang, alors que l'on craignait que les investisseurs ne se désintéressent du courant d'affaires plus modeste engendré par ces petites sociétés (Echo de la Bourse, 1986).

On trouvera en annexe une étude relative aux motifs pour lesquels les sociétés cotées sur l'USM ont souhaité y entrer (an. 3.4) ainsi qu'un tableau indiquant le coût d'entrée sur ce marché et sur le Listed Market (an. 3.5). L'annexe 3.6 montre l'évolution de l'indice des valeurs cotées sur l'USM par rapport à l'indice FT-SE.

3) Le Third Market

Lorsque le Stock Exchange a annoncé en mai 1986 la création du troisième marché pour le début 87, les buts recherchés étaient :

- de fournir un marché accessible aux jeunes sociétés en croissance qui avaient besoin d'augmenter leurs capitaux,
- d'assurer ces sociétés qu'elles n'auraient pas de frais importants à encourir en entrant sur le marché,
- de créer un marché discipliné avec une protection suffisante pour l'investisseur (Sir GOODISON, Pdt ISE).

Le but était donc de ramener sous l'influence du Stock Exchange les actions des petites entreprises traitées sur le marché Over the Counter. Un an après, on ne peut pas encore dire que cette tentative soit un succès : en effet, il n'y avait que 33 titres cotés en novembre 87, ce qui est peu face aux 150 que l'on trouve sur l'OTC (Secondary Markets Handbook, 1988, p. IX - SEAQ).

Ceci vient probablement du fait que, pour qu'une société soit cotée sur le Third Market, elle doit trouver un sponsor qui assure que :

- il existe réellement un marché pour cette action, et que ce marché soit continu,

- toute décision importante prise par la société est transmise à l'ensemble des actionnaires (Investors Chronicle, 1987, p. 16).

Le sponsor qui s'engage à exercer une telle surveillance a donc une lourde responsabilité. Cette condition du sponsor semble être à la base du manque de succès du Third Market.

Malgré cela, nous pensons que la création de ce marché est une bonne chose car elle augmente la transparence du marché, ce qui est dans la droite ligne de la dérégulation de 1986. C'est pour cette raison qu'il atteindra probablement son objectif, à terme.

Il nous a paru utile d'étudier ici les principales différences entre le Third Market et l'OTC ; ensuite, nous verrons celles existant entre le Third Market et l'USM.

Principales différences entre le Third Market et l'OTC :

1/ Le troisième marché est celui où l'on trouve spécifiquement les petites sociétés. L'OTC est un marché "indéfini", sans formalités ni règles strictement définies.

2/ L'existence d'un marché identifiable et de données journalières fournit une information sur base de laquelle des transactions peuvent se faire de manière exacte ; on sait à quoi s'attendre en ce qui concerne la liquidité du marché.

Principales différences entre le Third Market et l'USM :

1/ On peut continuer à profiter du Business Expansion Scheme (plan gouvernemental d'aide aux petites entreprises) quand on est coté sur le Third Market,

2/ l'introduction du titre sur le Third Market est encore moins onéreuse que sur l'USM,

3/ toute augmentation de capital ne devra être supervisée que par le "Companies Act" pour une société du Third M. et ne devra pas être soumise aux diverses règles du Stock Exchange,

4/ si les acquisitions importantes et les changements conséquents doivent être communiqués, il ne faut néanmoins pas contacter chaque actionnaire ; une simple publication dans un journal suffit,

5/ il n'y a pas une proportion minimum des actions qui doit être aux mains du public,

6/ il n'y a pas d'obligation de publier des résultats semestriels,

7/ la société ne doit avoir été créée que depuis un an,

8/ il n'y a pas de bénéfice minimum exigé.

On trouvera à l'annexe 3.7 l'évolution de l'indice du Third Market, comparée à celle du FT-SE.

Le marché Over the Counter

Le marché OTC ne fait pas partie, par définition, de l'International Stock Exchange. Malgré cela, il a été affecté par la dérégulation ; nous en verrons donc un aperçu.

Actuellement, on dénombre 150 titres traités sur ce marché, contre 213 à la mi-86 (PEAT MARWICK, 1986, p.5 ; voir aussi annexe 3.8).

Les deux raisons pour lesquelles les petites sociétés préfèrent y entrer plutôt que de se faire coter sur le marché réglementé sont les suivantes:

1/ il n'y a aucune condition d'admission : il suffit de publier un prospectus et de trouver un market maker acceptant de coter le titre. Cela représente souvent un accès très aisé aux marchés des capitaux pour les petites sociétés.

2/ il est possible de continuer à profiter du Business Expansion Scheme du Gouvernement ; on a vu que le troisième marché, bénéficiant du même avantage, peut concurrencer efficacement l'OTC sur ce point. En août 86, 80 sociétés sur les 213 déclaraient que c'était la raison principale de leur cotation sur l'OTC.

A côté de cela, l'OTC présente de gros dangers, tant pour l'investisseur que pour la société qui veut y être cotée. En effet :

a) du point de vue de l'investisseur :

- il n'a aucune idée de l'étendue exacte du marché dans lequel il entre, vu l'absence de publicité ; il est possible qu'il ne puisse même pas revendre ses titres,

- il ne dispose que des informations du market maker en ce qui concerne la valeur de la société (à moins qu'il n'aille voir les bilans de celle-ci, ce que ne fera pas le petit investisseur)

- par le fait que ce sont des marchés très restreints, il n'y a qu'un ou deux market makers par titre : ceux-ci peuvent donc imposer des spreads considérables, allant jusqu'à 20 ou 30 % (calculs personnels sur base de données du SEAQ, sept 87). Ce faisant, ils ne risquent pas d'être concurrencés et ils ont souvent la certitude que l'investisseur sera obligé de passer par eux pour revendre ses titres.

b) du point de vue de la société :

- elle entre dans un marché qui ne se développera pas beaucoup, vu l'absence de publicité du Stock Exchange,

- les investisseurs hésitent à intervenir dans ce marché qui a mauvaise réputation (fraude de la part de certains teneurs de marché, faillites de ceux-ci).

Pour assainir ce marché et, en même temps, pour le réduire, le Financial Services Act de 1986 a pris deux dispositions importantes :

a) pour réduire l'OTC : création du Troisième Marché (cf supra); on a vu que ce n'était pas encore une réussite ;

b) pour l'assainir : chaque transaction doit maintenant être communiquée à la SRO (Self Regulatory Organisation : cf infra) à laquelle appartient le market maker, en même temps que la position de celui-ci dans le marché. La SRO gardera secrètes ces informations, mais pourra de cette façon mieux contrôler les opérations se déroulant sur l'OTC et empêcher les abus.

**Annexe 3.1 : Nominal and market value of all listed securities at
30 June 1986**

		Valuation	
	Number of Securities	Nominal (GBP mio)	Market (GBP mio)
Public Sector : UK & Ireland			
Short	35	35 107	39 888
Medium	45	53 512	60 610
Others	42	35 117	35 970
Subtotal British Funds	122	127 737	136 469
Short	33	4 005	4 035
Medium	24	3 481	3 580
Others	33	1 285	1 351
Subtotal Irish government	90	8 772	8 966
Corporation and county stocks -			
Great Britain & Northern Ireland	157	979	982
Public boards etc. -			
Great Britain & Northern Ireland	79	181	143
Public Sector : overseas			
Commonwealth & provincial sec.	13	23	20
Commonwealth corp stocks	2	2	2
Foreign stocks bonds etc.	118	2 643	2 703
Corporation stocks : foreign	24	31	11
Subtotal public sector	605	140 367	149 294
Eurobonds			
UK companies	107	5 613	4 765
Overseas companies	1 120	74 615	78 081
Irish companies	7	406	418
Subtotal Eurobonds	1 234	80 634	83 264
Company securities			
Bank & discount houses	109	9 640	63 853
Breweries & distillers	199	2 225	18 822
Building societies	16	320	321
Commercial, industrial	2 727	43 787	638 621
Financial trusts, land	463	1 748	32 050
Insurance	59	1 450	46 150
Investment & unit trusts	496	3 370	24 252
Mines	143	1 181	20 312
Oil	66	5 506	111 580
Plantations	49	381	1 265
Property	281	2 450	11 807
Railways	20	172	6 013
Shipping	28	513	3 360
Utilities	44	3 464	90 665
Waterworks	318	415	368
Subtotal company securities	5 018	76 622	1 060 438
Overall total	6 857	297 623	1 301 996

Annexe 3.2 : **Composition du FT-SE 100 Index** (au 31/12/86)

	Number of Companies	Market Value (GBP Mio)	Sector Weight
Capital Goods	18	24 926	11,7 %
Consumer Goods	42	80 935	37,9 %
Other Groups	12	38 912	18,2 %
-----	-----	-----	-----
Industrial Sector	72	144 774	67,8 %
-----	-----	-----	-----
Oils	5	32 149	15,1 %
Financials	19	31 606	14,8 %
Investment Trust	1	671	0,3 %
Mining Finance	2	3 535	1,7 %
Overseas	1	763	0,3 %
-----	-----	-----	-----
Total FT-SE	100	189 580	100,0 %

Annexe 3.3 : **Evolution du FT-SE Share Index** :
(base : 31/12/1983 = 1000)

Fin	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----
Jan	448	487	556	637	715	853	1063	1281	1436	1808	1791
Fev	428	521	583	665	680	853	1040	1260	1544	1979	1769
Mar	456	589	529	668	704	876	1113	1277	1669	1998	
Avr	459	620	548	714	712	946	1138	1291	1661	2051	
Mai	477	575	535	678	736	945	1021	1313	1603	2203	
Jun	462	547	595	691	705	993	1041	1235	1650	2284	
Jul	489	523	617	693	730	958	1010	1262	1556	2361	
Aou	499	542	621	728	751	967	1104	1341	1661	2250	
Sep	495	562	641	607	797	959	1140	1290	1556	2361	
Oct	477	527	679	626	813	943	1151	1377	1632	1750	
Nov	488	520	683	692	820	991	1181	1439	1637	1580	
Dec	482	509	647	684	834	1000	1232	1413	1679	1760	

TABLE 2
REASONS FOR GOING TO THE USM
Percentage responses analysed by method of entry

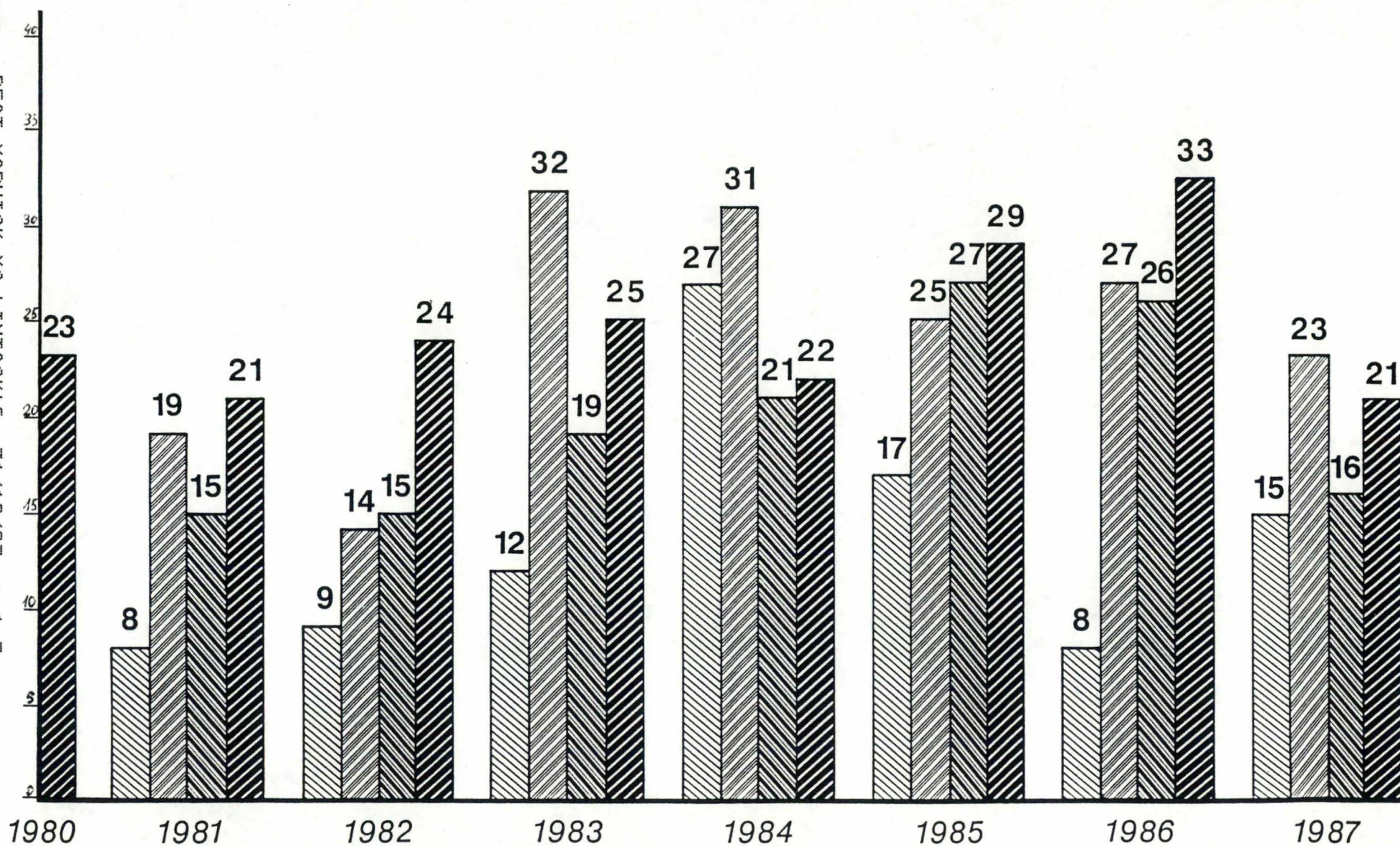
REASON	PLACING AND OFFER FOR SALE			INTRODUCTION		
	Very Important %	Reasonably Important %	Not Important %	Very Important %	Reasonably Important %	Not Important %
To enable existing individual shareholders to sell	31	35	34	17	42	41
To enable existing backing institutions to sell	—	2	98	4	17	79
To raise funds for the company	36	37	27	25	29	46
To enhance the status of the company	56	29	15	13	54	33
To improve prospects of growth by acquisition	50	29	21	25	37	38
To avoid possible conflict from locked-in minority shareholders	6	10	84	4	4	92

ANALYSIS OF ALL COMPANIES WHICH HAVE ENTERED THE MARKET

Industrial sector	Industrial category	Entry by way of:			Acquired	Reorganised	Suspended or cancelled	Transferred to full listing	At 31.12.87
		Introduction	Placing	Offer for sale					
Hire purchase, leasing etc.	9		4					(2)	2
Beers, wines and spirits	10	6	2		(3)				5
Building industry, timber and roads	11	3	19	1			(1)	(2)	20
Chemicals and plastics	12	1	7	1	(3)			(2)	4
Drapery and stores	13	4	30	7	(3)		(3)	(2)	33
Electricals	14	12	75	18	(17)	(2)	(4)	(21)	61
Engineering, machine tools	15	1	7	1	(1)			(1)	7
Food and groceries	16	1	18	7	(8)		(1)	(2)	15
Hotels and caterers	17	2	11		(7)			(4)	2
Industrials (Miscellaneous)	18	14	112	13	(17)	(3)	(11)	(18)	90
Insurances	19	2	4		(1)			(1)	4
Leisure	20	7	20	9	(4)		(2)	(7)	23
Motors, aircraft trades	21	1	9	1	(1)			(1)	9
Newspapers, publishers	22		5		(1)			(1)	3
Paper, printing and advertising	23	2	41	2	(7)		(1)	(17)	20
Property	24	9	29	2	(2)	(3)	(2)	(13)	20
Textiles	28		1						1
Investment trusts	29	1	1					(2)	-
Trust, finance, land etc.	30	6	10	2	(3)		(1)	(6)	8
Oil and gas	31	22	5	7	(7)	(1)	(2)	(6)	18
Plantations	33	2			(1)	(1)			-
Miscellaneous	35	1	21	5	(2)				25
		97	431	76	(88)	(10)	(28)	(108)	370

Number of companies admitted to the USM each quarter

SOURCE : PEAT MARWICK MC LINTOCK'S, 31/12/87, P.1.7



Annexe 3.6 : Number of companies admitted to the USM each quarter

Annexe 3.7 : Typical costs of entry to USM and Listed Market
INTRODUCTION

	<u>£3m Capitalisation</u>		<u>£10m Capitalisation</u>	
	<u>Listed</u>	<u>USM</u>	<u>Listed</u>	<u>USM</u>
Listing fee	2,700	Nil	3,700	Nil
Advertising	30,000(1)	1,000	30,000(1)	1,000
Accountants, solicitors, brokers, banks	60,000	35,000	110,000	55,000
Printing	7,000	5,000	7,000	5,000
Total (subject to VAT)	<u>£99,700</u>	<u>£41,000</u>	<u>£150,700</u>	<u>£61,000</u>

PLACING (2)

	<u>£3m Capitalisation</u>		<u>£10m Capitalisation</u>	
	<u>(£500,000 for sale)</u>		<u>(£3m for sale)</u>	
Listing fee	2,700	Nil	3,700	Nil
Advertising	40,000	2,000(1)	40,000	2,000(1)
Accountants, solicitors, brokers, banks	100,000	90,000	165,000	150,000
Printing	15,000	15,000	20,000	20,000
Total (subject to VAT)	<u>£157,700</u>	<u>£107,000</u>	<u>£228,700</u>	<u>£172,000</u>

OFFER FOR SALE (3)

	<u>£10m Capitalisation (£3m for sale)</u>	
	<u>Listing</u>	<u>USM</u>
Listing fee	3,700	Nil
Advertising	80,000	40,000(1)
Accountants, solicitors, brokers, banks	160,000	150,000
Printing	30,000	30,000
Total (subject to VAT)	<u>£273,700</u>	<u>£220,000</u>

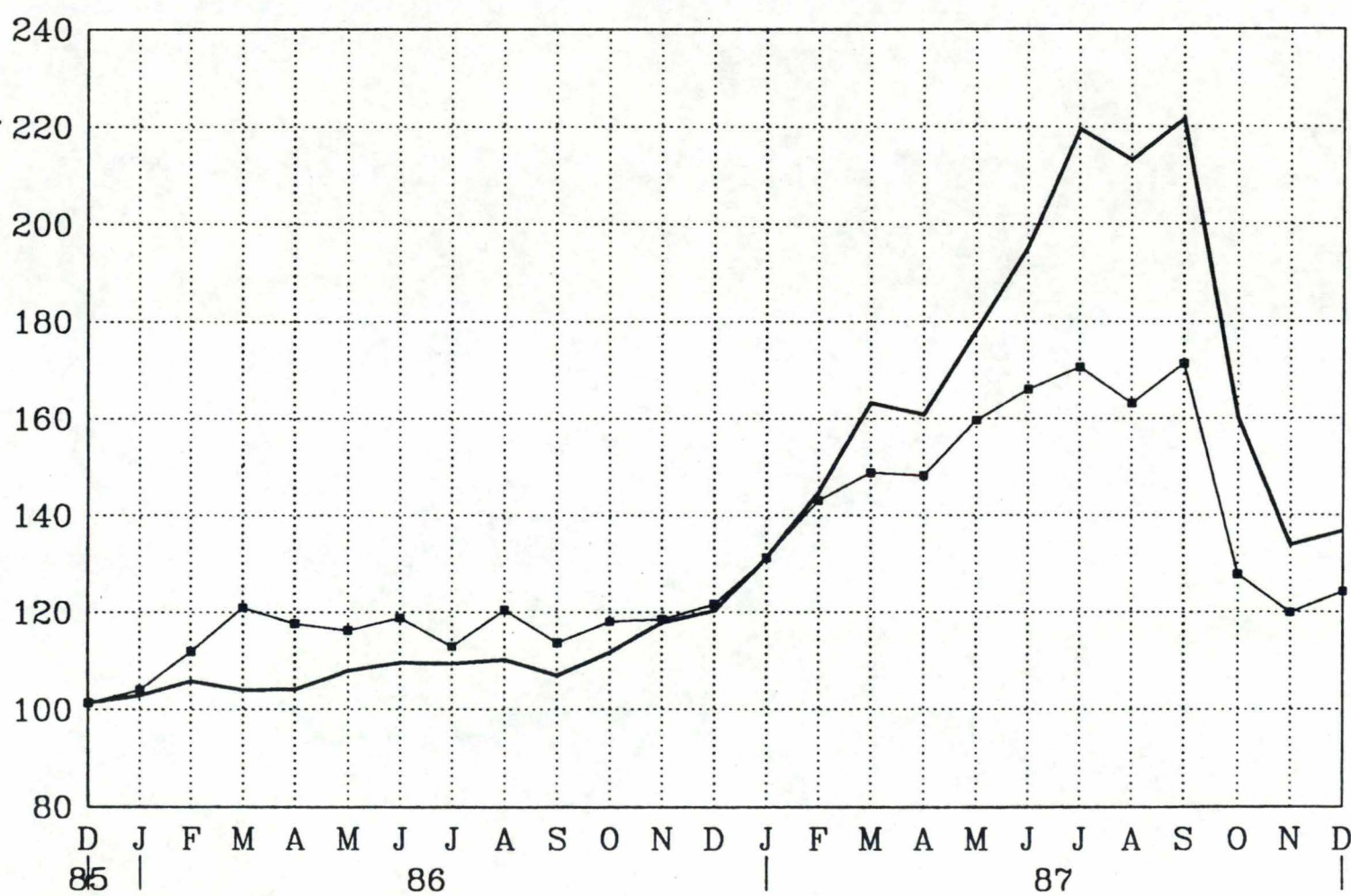
(1) The advertising costs quoted exceed the minimum requirements of The Stock Exchange. The minimum cost of an Introduction to the Listed Market would be approximately £2,000 and the minimum cost of an offer for sale on the USM would be approximately £1,000.

(2) Capital duty at 1% would, in addition, be payable on any new money raised.

(3) Underwriting commission for an offer for sale of this size would amount to £37,500 and capital duty (at 1%) would be payable on any new money raised.

source : Spicer & Peyler, Chartered Accountants, 1983, append. 3

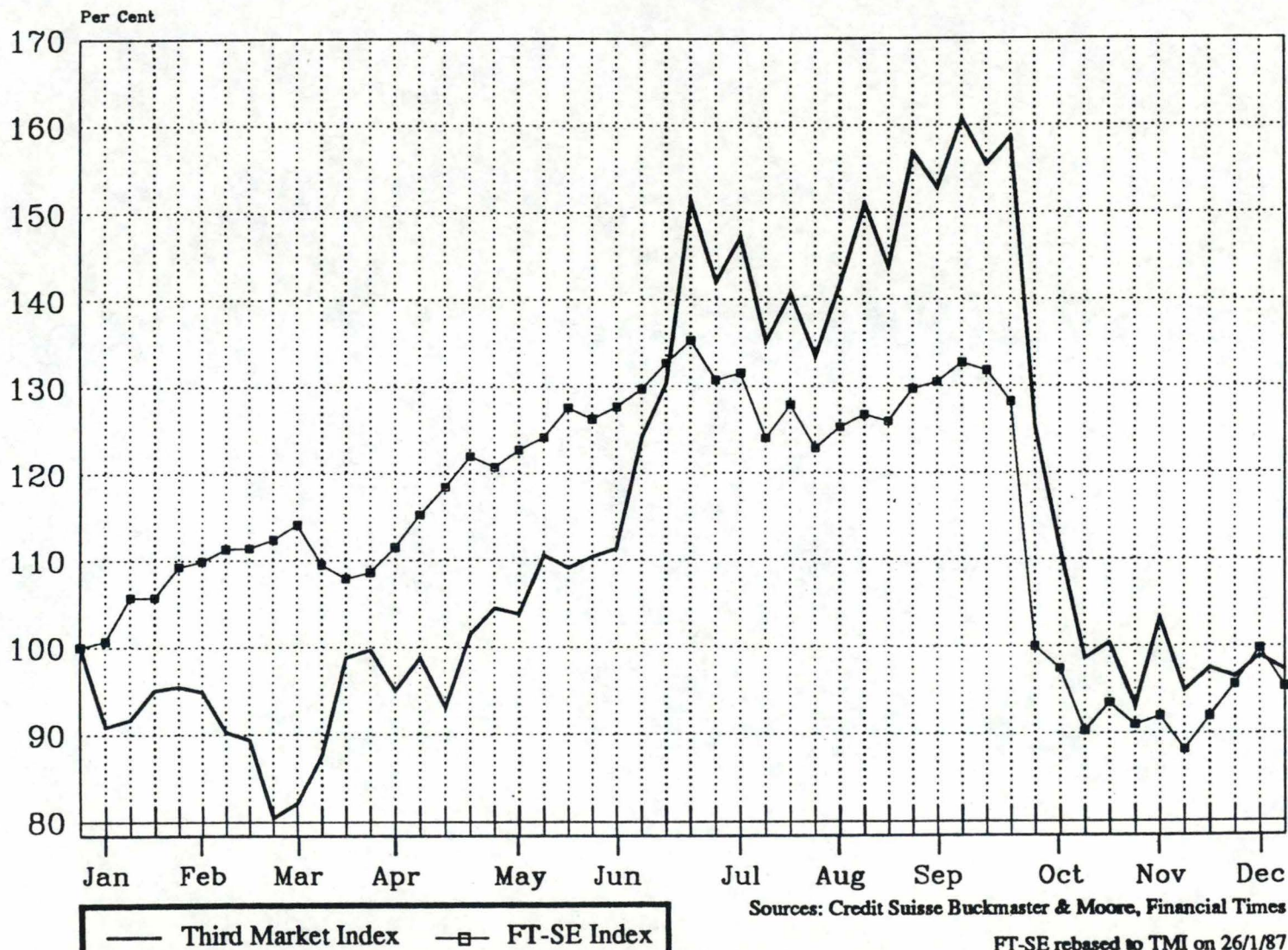
USM Index Performance



— USM Index —■— FT-SE Index

Sources: Datastream, Financial Times

Third Market Index Performance



Annexe 3.10 : The Over-The-Counter Markets : Summary of companies
which have entered the Markets

Sector	Entry by way of		
	Placing	Offer for subscription	Introduction*
Beers, wines and spirits	3	3	1
Building industry, timber and roads	4	5	/
Chemicals and plastics	2	1	/
Drapery and stores	3	5	/
Electricals	10	11	5
Engineering, machine tools	5	9	/
Food and groceries	/	1	/
Hotel and caterers	1	6	/
Industrials (miscellaneous)	13	13	2
Leisure	13	15	4
Motors, aircraft trades	1	4	2
Newspapers, publishers	4	4	/
Paper, printing and advertising	1	/	/
Property	3	8	5
Trusts, finance, land etc.	8	9	5
Oil and gas	2	3	1
Miscellaneous	4	10	4
	---	---	---
Total	77	107	29

* Where no information is available regarding the method of entry to the markets, the flotation has been classified as an "Introduction".

Rem : A ces chiffres, il faut ajouter 40 sociétés étrangères qui n'ont pas été répertoriées dans cette étude.

source : PEAT MARWICK, 1986, p.1.2

DEUXIEME PARTIE : LES CONSEQUENCES DE LA DEREGULATION
SUR LES INTERVENANTS ET SUR LE STOCK EXCHANGE

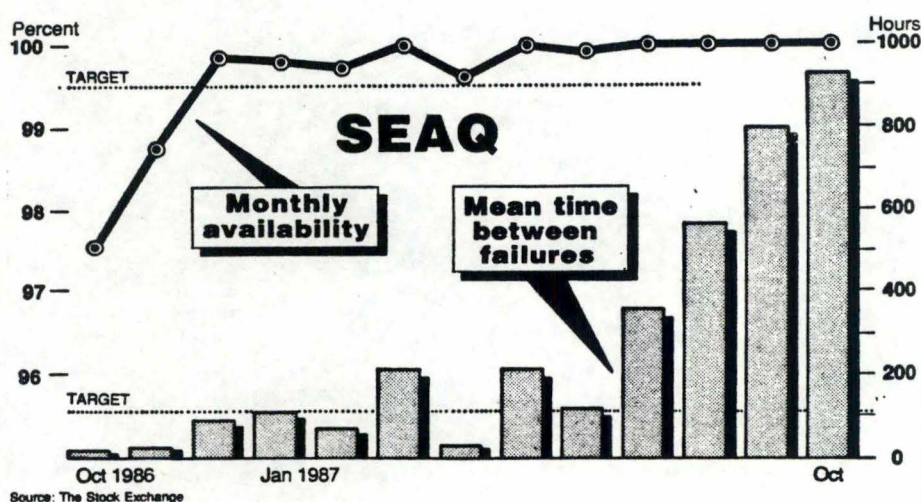
La première conséquence du "Big Bang" fut spectaculaire : le 27 octobre 1986, l'ordinateur central du SEAQ tombait en panne 30 minutes après l'ouverture du marché, suite à une surcharge d'activité (tout le monde voulait voir "comment cela marchait") ; cet incident a fait le bonheur des détracteurs de la dérégulation qui proclamèrent haut et fort que celle-ci était un échec.

En réalité, la panne n'a duré qu'une demi-heure et, deux semaines plus tard, les mesures nécessaires avaient été prises pour qu'un tel problème ne se reproduise plus ; cet incident était donc tout-à-fait mineur (cfr tableau 4.1).

Le même problème s'est néanmoins représenté lors de la "semaine noire" du 19 octobre 1987, où le SEAQ a dû afficher à plusieurs reprises "Fast Market" (c'est à dire impossibilité de traiter instantanément l'ensemble des informations) ou même s'est arrêté pendant une heure ou deux : ceci était également dû à la surcharge d'activité du moment. Dès fin 1988, une augmentation de capacité de l'ordinateur central permettra de faire face à ces problèmes de surcharge extrême.

Les conséquences véritables de la dérégulation ont affecté tous ceux qui étaient en relation avec le Stock Exchange, comme on va le voir.

Tableau 4.1 : Fiabilité du SEAQ



source : Financial Times, 28/10/87

CHAPITRE 4. LES CONSEQUENCES POUR LES INTERMEDIAIRES FINANCIERS DANS LES DIFFERENTS MARCHES

4.1 Les brokers-dealers

4.1.1 Les raisons de passer encore par un broker-dealer

On a vu au point 2.3.2 qu'un des changements apportés par la dérégulation avait été la suppression de la "Single Capacity". Cela a permis aux investisseurs de s'adresser directement aux market makers, sans plus encourir les frais de commissions des brokers-dealers (abr. : brokers).

On s'attendait donc à une désintermédiation importante ; dans les premiers mois, en effet, 50 % des transactions se firent sans plus passer par les brokers (JAMES CAPEL, Gilts, Market Making Dept, 1987 - MERRILL LYNCH, UK Equities, Broking Dept, 1987 - Financial Times, 1987, p.14).

Un an après la dérégulation, 27 % seulement de celles-ci ne passent pas par un agent de change (Financial Times, 1987, p.14).

Ce chiffre varie en fonction des marchés : en Fonds d'Etat et obligations, où la grande majorité des transactions passe par des institutions, les brokers ne reçoivent probablement pas plus de 40 % du marché (JAMES CAPEL). Par contre, pour les actions, on estime à 95 % le volume des transactions passant par eux (MERRILL LYNCH).

Les raisons pour lesquelles les investisseurs continuent à utiliser les services d'un agent de change sont les suivantes :

1/ Le premier service fourni est la recherche ; la qualité de celle-ci est fondamentale pour les clients. Selon un récent sondage (The Treasurer, 1987, p.25), 3/4 des 115 investisseurs institutionnels britanniques, lorsqu'ils utilisent les services d'un broker, attachent plus d'importance à la qualité de la recherche qu'à la diminution des commissions.

Selon toutes les personnes interrogées, la recherche a augmenté, tant en quantité qu'en qualité (D. GOODE, Bque Belge Ltd). C'est également le résultat d'une étude faite par le mensuel The

Treasurer (1987, p.25). Cela vient de l'intense concurrence que se livrent les brokers depuis l'arrivée des grandes firmes britanniques et étrangères sur le marché.

La recherche a, de toute évidence, plus d'importance pour les actions que pour les Fonds d'Etat ou obligations, vu leur plus grande volatilité.

2/ Quand on s'adresse à un market maker, on conclut directement le contrat sur base de ses conditions (sauf dans le cas de transactions très importantes, dans un marché étroit, où il est possible de discuter des conditions offertes ; en pratique, c'est assez rare).

S'il est possible de négocier un contrat, un broker sera plus à même de le faire, vu le montant de ses ordres. De plus, si la société à laquelle on s'adresse exerce à la fois les activités de broker et de market maker, le broker pourra facilement faire changer le volume maximum proposé par son collègue. Le 22 octobre 1987, le département de broking de MERRILL LYNCH faisait passer un ordre de 40 000 titres à son teneur de marché, alors que la limite affichée à l'écran était de 25 000.

3/ Suite à la dérégulation, les taux de courtage ont été libérés et on les a vu diminuer nettement (cfr 4.1.2) ; le coût des services offerts est donc moindre qu'auparavant.

4/ Les brokers disposent de terminaux reliés au SEAQ, ce qui leur permet d'avoir à tout moment une vue complète du marché et de bénéficier des conditions de transaction les plus avantageuses. Le coût de l'information provenant du SEAQ est, par terminal, de GBP 3 000 par an (de plus, le SEAQ International fait aussi payer ses abonnés depuis fin 1987).

Cette information est vitale pour tout investisseur. Or, vu son coût, elle n'est pas à la portée de l'investisseur privé qui devra passer par un broker. C'est probablement ce coût qui a motivé la décision des brokers de faire passer le montant des frais fixes afférents à toute transaction de GBP 20 à GBP 40 (cfr infra) ; en effet, le traitement des petits ordres s'avère onéreux, vu le coût élevé des installations.

5/ Le broker assure une protection à l'investisseur en surveillant une opération en cours ; s'il a reçu un ordre avec une limite, il pourra facilement vérifier, grâce au SEAQ, si cette limite a été atteinte. Cette surveillance, ainsi que le traitement administratif des ordres (cfr annexe 4.3), requiert un staff suffisant ; il est rare que les institutions fassent ce travail elles-mêmes.

La confiance qui règne entre investisseur et broker est nettement plus grande qu'entre investisseur et market maker ; en effet, celui-ci a des intérêts opposés. Les investisseurs préféreront donc souvent l'intermédiation du broker pour réaliser leurs opérations.

A côté de la confiance, il y a aussi un contact qui est possible avec le broker, alors qu'avec un contrepartiste, la transaction est directement conclue. D'un point de vue sociologique, cela peut avoir de l'importance pour l'investisseur privé.

6/ L'intermédiation d'un broker assure l'anonymat à l'investisseur.

On trouvera en annexe un contrat-type passé avec un broker (an. 4.4) ainsi que les services offerts par la société de broking la plus importante à Londres, James Capel (an. 4.5).

4.1.2 La diminution des commissions perçues par les brokers

Le tableau 4.2 montre les résultats de la libéralisation du marché sur les commissions perçues :

Tableau 4.2 : Estimation des taux de commissions sur actions fin 1987

Montant traité (GBP 1 000)	Taux de commission (%)	Taux antérieurs (%) (rappel)
1,0	1,80	1,65
30,0	0,52	0,58
100,0	0,30	0,56
500,0	0,20	0,35

Euromoney, avril 1987, p.73 - Midland Bank Review, Summer 1987, p.7 - Bque BELGE Ltd, sept 1987 - Fin. Times Octobre 1987, p.14 - MERRILL LYNCH, Broking Dept, oct 1987 - Calculs personnels

Après la dérégulation, on constate donc une nette diminution des taux pour les montants importants. Pour les transactions de plus de GBP 1 mio, on en arrive même à un taux de 0,125 % contre 0,25 % auparavant (Euromoney, Avril 1987, p.73). Ceci provient exclusivement de la concurrence acharnée que se livrent les brokers.

Pour les transactions de taille réduite (GBP 1 000 et moins), on constate en revanche que les coûts se sont légèrement accrus. Cela vient de ce que l'ensemble des brokers font payer toute transaction GBP 40 minimum, contre GBP 20 auparavant, en raison notamment du coût des équipements informatiques qu'ils ont dû acquérir (POLLOCK, 1987).

Malgré cela, l'ensemble des taux de commissions a fortement diminué sur le marché des actions : selon les montants traités, on peut estimer que cette réduction varie de 0 à 50 % .

En ce qui concerne les Fonds d'Etat, les taux antérieurs étaient compris entre 1/4 et 1/16 ème de % selon les volumes traités et les marchés ; les "Long Gilts" (> 15 ans) étaient les plus pénalisés. En ne tenant compte que des volumes, on peut résumer les taux en vigueur avant le Big Bang de la façon suivante :

jusque GBP 250 000	:	1/4 %
de GBP 250 000 à GBP 1 mio	:	1/8 %
au-delà de GBP 1 mio	:	1/16 %

(The Business Economist, 1987, p.17)

Actuellement, selon D. GOODE, les investisseurs ne payent plus aucune commission!

Ceci vient de la concurrence intense et également du fait que l'on fait moins appel aux services des brokers pour des Fonds d'Etat ; en effet, les clients sont surtout des institutionnels qui s'adressent directement aux market makers, vu la moindre importance de la recherche.

Pour les obligations, on assiste à une diminution du coût des commissions allant de 20 à 40 %, selon le marché et le volume traité. Cette réduction est donc comparable à celle constatée sur le marché des actions. Il en va de même pour le marché des options (Keith Jones : James Capel, Gilts Dept).

Tant à court qu'à long terme, il nous paraît peu probable de voir remonter ces taux de manière significative ; en effet :

a) le nombre de brokers (220) est très suffisant actuellement pour éviter tout danger d'oligopole ; la concurrence qu'ils se livrent va donc continuer et il n'y a aucun signe de hausse des taux à court ou moyen terme,

b) à long terme, une hausse des taux signifierait une augmentation de la désintermédiation, ce qui serait très néfaste aux brokers : en effet, ils ne garderaient plus que les "petits" investisseurs privés, les autres préférant s'adresser directement aux market makers.

Le Big Bang a donc permis de se rapprocher d'un prix plus conforme au coût des services offerts par les brokers-dealers, et ceci grâce à la concurrence. La seule hausse possible pourrait venir de pertes systématiques essuyées par les sociétés leaders du marché ; ce n'est pas le cas actuellement.

4.1.3 L'augmentation de l'ensemble des revenus des brokers

Début octobre 1987, on comptait 220 brokers inscrits à l'ISE (SEAG, Topic). Ceci représente une augmentation de 15 % par rapport aux 190 existant antérieurement (L'EXPRESS, 1987, p.25).

Cette augmentation apparaît d'autant plus significative quand on sait que les nouveaux arrivés ont pour nom Nomura ou Merrill Lynch. De plus, la plupart des firmes ont été reprises par des sociétés importantes, ce qui leur donne une assise financière plus étendue.

Le nombre accru de brokers et la diminution importante de leurs taux de commission laissaient présager une diminution générale de leurs revenus. Si l'on en croit une étude approfondie réalisée par le Stock Exchange lui-même début octobre 1987 (ne tenant donc pas compte du krach boursier), c'est le contraire qui s'est passé : le total des commissions perçues est passé de GBP 740 millions avant le Big Bang à GBP 1,16 milliard (base annuelle), soit une augmentation de 57 % (Fin. Times, 1987, p.14)!

Cela est dû à l'extraordinaire accroissement d'activité dans l'ensemble des marchés : le chapitre 6 y sera entièrement consacré.

On constate une concentration d'activité dans les mains des sociétés les plus importantes : selon le Stock Exchange, 50 % des transactions passent actuellement par 10 firmes seulement, leaders du marché. L'ordre d'importance de ces sociétés ne semble pas avoir changé depuis la dérégulation ; au sommet de celui-ci, on trouve la société JAMES CAPEL qui possède cette place depuis 5 ans (sa part de marché est passée de 8,3 % en 86 à 15 % en 87 - sources : Euromoney, 1987 - D. GOODE, bque Belge Ltd, 1987).

A côté de ces géants, il est certain que les nombreuses sociétés qui n'ont pu bénéficier de l'accroissement d'activité font actuellement des pertes et qu'elles devront, à terme, fermer.

Les firmes qui sont particulièrement visées sont celles de taille moyenne, trop petites pour avoir pu bénéficier suffisamment de l'augmentation des volumes et trop grandes pour trouver un créneau qui leur suffise dans le marché.

Il est donc probable que l'on assiste à une diminution modérée du nombre total de brokers dans les années à venir.

Le tableau 4.2 montre les gains et pertes des principaux brokers quelques mois après la dérégulation ; il n'est basé que sur les premiers mois d'activité qui ont suivi le 27 octobre 86 et donne donc des résultats plus médiocres qu'ils ne le sont actuellement. En effet, l'activité n'a pas cessé de s'accroître depuis le Big Bang (cfr ch 6).

Les résultats des brokers sont variables selon leurs différents départements, comme le montre le tableau 4.2 : celui-ci reprend les gains et les pertes subies par les brokers, par rapport à la situation qu'ils connaissaient avant la dérégulation.

Tableau 4.2 : Stockbroking : Gainers and Losers

	Lost - Gained (*)		Total
James Capel	0 %	+++++ 50 %	+50 %
Rowe Pitman Mullens and Co	7 % ---	+++++ 50 %	+43 %
Phillips & Drew	7 % ---	+++++ 30 %	+23 %
Morgan Grenfell	3 % -	+++++ 20 %	+17 %
Montagu Loeb, Stanley	0 %	++++ 13 %	+13 %
Kleinwort Grieson	10 % ----	+++++ 20 %	+10 %
Cazenove & Co	7 % ---	+++++ 17 %	+10 %
Wood Mackenzie	20 % -----	+++++ 27 %	+ 7 %
Hoare Govett	10 % ----	++++ 13 %	+ 3 %
Barclays de Zoete Wedd	10 % ----	++++ 13 %	+ 3 %
County Securities	23 % -----	+++++ 20 %	- 3 %
Kitcat & Aitken	17 % -----	+++ 7 %	-10 %
Alexander Laing & Cruikshank	20 % -----	+++ 7 %	-13 %
Capel-Cure Myers	20 % -----	+++ 7 %	-13 %
Citicorp, Scrimgeour Vickers	30 % -----	++++ 13 %	-17 %
Savory Milln	17 % -----	0 %	-17 %
Sheppards	17 % -----	0 %	-17 %
Chase Manhattan	30 % -----	+++ 10 %	-20 %
Midland & Greenwell Montagu	27 % -----	+++ 7 %	-20 %
L. Messell	30 % -----	0 %	-30 %

("The Square Mile in 1987": A new design for the City of London :
De Montfort Publishing Ltd).

* par rapport à la situation antérieure au 27/10/87.

rem : le fait que l'on constate à la fois des pertes et des gains
chez la plupart des brokers est normal, vu les différents seg-
ments du marché.

4.2 Les market makers

Avant d'étudier les conséquences spécifiques de la dérégulation sur les market makers, il est intéressant de voir la différence qui existe entre le "spread" (différence entre prix bid et ask) qu'ils font payer et leur profit.

Leur profit vient de la différence entre le prix de l'action, au moment où elle est achetée, et son prix de vente, au moment où elle est vendue. Entre ces deux dates, il peut y avoir un délai ; on dira d'un market maker qui possède des actions en portefeuille (et qui a donc tendance à être vendeur) qu'il est "long" et, à l'inverse, qu'il est "short".

Vu le délai qu'il peut y avoir entre l'achat et la vente, et donc les variations de cours, le profit n'est pas égal au spread, qui est la différence entre le prix d'achat et de vente au temps "t".

Durant la semaine du 19 octobre 1987 par exemple, tous les market makers qui étaient "long" ont subi de fortes pertes, bien que leur spread fût toujours positif. La panique qui a entraîné la vague de ventes leur a été très néfaste car ils étaient obligés d'acheter, sans pouvoir revendre leurs titres. Leur précipitation à baisser les prix a été d'autant plus forte, en même temps qu'ils augmentaient de manière significative leurs spreads pour décourager les transactions.

Le spread doit donc tenir compte de la variation possible du cours du titre lui-même : cette part d'"assurance" contenue dans le spread sera d'autant plus grande si

- la volatilité du titre est élevée,
- le teneur de marché pense devoir garder son titre durant une période importante (ex : dans un marché peu actif, comme celui des actions gamma ou delta ou encore des titres de l'USM, du Third Market ou de l'OTC).

Appelons cette part d'assurance "a" ($a > 0$).

De plus, si l'ensemble du marché est à la baisse et que le market maker est "long", le risque pour lui de subir une perte au moment

de la revente de l'action est plus important que s'il n'avait pas de position. C'est ce qui s'est passé après le 19 octobre 1987.

Il en va de même pour celui qui est "short" et qui est dans un marché haussier. Ceci va également se répercuter dans le spread ; appelons "b" la part du spread destinée à couvrir ce risque ($b > 0$).

On peut donc dire que le spread est fonction de quatre composantes :

- 1/ la couverture du risque "a",
- 2/ la couverture du risque "b",
- 3/ le niveau de profit souhaité par le market maker,

4/ la concurrence ; en fait, ce dernier facteur est souvent déterminant ; son influence se fait principalement sentir dans les marchés actifs, comme celui des actions alpha, bêta ou en Fonds d'Etat et obligations.

Enfin, il faut noter qu'un market maker qui est "long" (et qui veut donc normalement vendre) aura tendance à situer son spread légèrement au-dessous du spread optimum et inversement :

ex : marché du titre X, tenu par deux m. makers, A et B ; A est "short" et B est "long";

best price A 140 - 144 B (spread = 4, cad 2,8 %)
conditions des teneurs de marché :

m.m. A : 140 - 147
m.m. B : 138 - 144

4.2.1 Sur le marché des Fonds d'Etat

Avant la dérégulation, on trouvait seulement 5 jobbers de première importance sur le floor du Stock Exchange, pour l'ensemble des titres (Euromoney, 1987, p.73). En novembre 86, il y avait 27 market makers traitant les Fonds d'Etat et obligations britanniques et 35 cotant les actions britanniques ainsi que l'ensemble des titres étrangers (Tendances, 1986, p.131).

Fin octobre 1987, on constatait une stabilité du nombre des teneurs de marché en Fonds d'Etat britanniques, au nombre de 26

(SEAG). Le seul départ a été celui de la Lloyds.

Néanmoins, plusieurs sociétés ont subi de fortes pertes dans ce marché, avant le krach boursier.

C'est le cas notamment de la Morgan Grenfell qui, fin 87, a "réduit ses activités sur Fonds d'Etat, vu les maigres profits et les coûts croissants" (Echo de la Bourse, 1987).

Selon K. JONES (James Capel, Gilts, Dir of Market Making Deptmt), ceci n'est que la partie visible de l'iceberg, car beaucoup de contrepartistes enregistrent des revenus négatifs depuis la dérégulation.

Selon l'Echo de la Bourse (1987), les 26 firmes survivantes sur le marché des Gilts sont, dans leur ensemble, dans le rouge fin 1987.

Ceci s'explique de la façon suivante :

- Le Gouvernement a donné, au départ, l'autorisation à 27 sociétés de traiter les Fonds d'Etat, alors que le nombre de places "rentables" est nettement moindre : dans le marché des Fonds d'Etat américains, 10 fois plus étendu que le marché britannique (USD 10 000 mia/an), on ne compte que 38 market makers (The Business Economist, 1987, p.21).

- Quand on étudie la situation du marché des "Gilts" avant la dérégulation, on voit qu'il n'y avait véritablement que deux teneurs de marché, Wedd et Akroyd, qui avaient ensemble 75 % du marché. Malgré l'accroissement d'activité, il ne peut y avoir de place, à long terme, pour 27 sociétés.

- Ce marché est le plus compétitif de l'ISE : les spreads sont infimes en comparaison de ceux que l'on rencontre sur les autres marchés (cfr 4.2.4).

- Contrairement au marché des actions où les market makers peuvent choisir les titres qu'ils traitent, il est obligatoire de coter l'ensemble des Fonds d'Etat quand on est dans ce marché. Les sommes à investir, et donc les risques, sont dès lors plus importants en Fonds d'Etat que sur les autres marchés.

Il faut également noter que la recherche a augmenté dans ce marché (The Business Economist, Summer 1987, pp 17 à 21).

Peter Norwell, manager du "Prudential Portfolio", ne pense pas qu'il restera plus de 15 contrepartistes dans ce créneau à la fin 1988.

Selon Sir J. Nott, président de la société "Lazard Brothers", le marché des Fonds d'Etat est à ce point compétitif qu'il donnera des recettes négatives pendant plusieurs années (Euromoney, Août 1986, p.10).

Il est important de remarquer, dans le domaine des Fonds d'Etat, l'apparition d'une nouvelle profession : celle d'inter-dealer broker (IDB). Ceux-ci, au nombre de 6, ont reçu de la part de la Banque d'Angleterre l'autorisation d'être intermédiaires entre les market makers (et eux uniquement). Moyennant une très faible commission (env 1/128 %), ils permettent à ceux-ci de ne pas dévoiler leurs positions (short ou long) en utilisant leurs services.

Selon H. Cherlin (Tullet & Tokyo : Gilts), il y a environ 65 % des transactions entre teneurs de marché qui passent par les IDB.

A côté de la nouvelle profession d'IDB, une autre continue d'exister : celle de Money Broker. La fonction principale de ceux-ci, sur le marché des Fonds d'Etat, est d'emprunter des fonds aux market makers qui en ont trop et de les prêter à ceux qui en ont besoin. Les Money Brokers sont évidemment en relation étroite avec les institutions financières comme prêteurs ou emprunteurs "en dernier ressort".

Ils doivent être agréés par la Banque d'Angleterre (organisme tout puissant en ce qui concerne les Fonds d'Etat) et doivent être membres du Stock Exchange.

4.2.2 Sur le marché des actions

La situation est sensiblement la même sur le marché des "equities" que sur le marché des "Gilts" : de 5 jobbers avant le Big Bang, on est passé à 35 market makers après la dérégulation.

Ils doivent également faire face à l'augmentation sensible des coûts provenant de la forte hausse des salaires et de l'amortissement des équipements installés (la Citicorp Scrimgeour Vickers

estime la valeur de chacun de ses postes de travail à GBP 100 000 !). Cette augmentation globale des coûts peut être chiffrée à 175 % depuis 1986 (Financial Weekly, 1987, p.28).

Malgré cela, le nombre d'accidents constatés un an après la dérégulation reste limité : en effet, la diminution des spreads en actions a été beaucoup moins sensible qu'en obligations et Fonds d'Etat (cfr 4.2.4).

Le premier départ important a été celui de Greenwell Montagu Sec. (filiale de la Midland Bank), qui s'est retirée du marché après avoir subi des pertes estimées à GBP 29 mio (Barron's Weekly, 1987, p.56).

En août 87, la banque Barclays se retirait d'une partie du marché, cessant de coter plusieurs secteurs. Elle était suivie, un mois plus tard, par Shearson Lehman qui annonçait un licenciement de 150 personnes (10 % de son effectif) suite aux pertes importantes subies par son "market making department" (Financial Times, sept 1987, p.1).

Du côté des arrivées postérieures à la dérégulation, c'est surtout celle de Nomura Securities, le géant japonais, première maison de courtage mondiale, qui retient l'attention. Arrivée à Londres en mars 86, cette société est devenue teneur de marché en août 87 ; en avril 88, elle augmentait le nombre de titres qu'elle cotait (Echo de la Bourse, 16-18/04/88, p.7). Au total, on est donc loin de l'hécatombe prévue et on constate une stabilité du nombre de teneurs de marché.

Dans les années à venir, il faut s'attendre à une réduction du nombre de contrepartistes cotant les actions britanniques, vu la concurrence : c'est l'avis du "UK market making department" de MERRILL LYNCH qui estime que le marché ne pourra poursuivre indéfiniment sa croissance. De plus, le krach boursier a fait subir des pertes importantes à la plupart des market makers en actions (qui étaient "long") ; la Morgan Grenfell, par exemple, annonçait une perte de GBP 5 mio du 16 au 28 octobre 87 (Financial Times, 1987). Ceci est indépendant de la dérégulation, mais cela aura certainement un effet à terme sur les market makers.

Par contre, on s'attend à une augmentation du nombre de teneurs de marché en actions étrangères, car le nombre de celles-ci cotées à Londres va continuer à croître, vu l'importance qu'a reprise le Stock Exchange. Toutes les sociétés désirant voir leurs titres traités 24 h sur 24, au plan international, seront obligées, au moins à court terme, de passer par Londres.

4.2.3 Un nombre suffisant pour éviter l'oligopole

Après la dérégulation, on a vu que l'on était passé d'une situation de quasi-monopole à une concurrence intense. Même s'il est prévisible que le nombre de market makers diminue dans les années à venir, il n'y a pas lieu de craindre un retour à la situation antérieure.

En effet, le retrait du marché de la Lloyds ou de la Midland Bank ne constitue pas un départ de ces sociétés de Londres. Cela signifie qu'elles estiment que le niveau actuel des spreads ne leur permet pas de réaliser des bénéfices suffisants ; s'il s'avérait que la tendance s'inversait, elles rentreraient sans difficulté dans le marché et contribueraient à une nouvelle diminution des spreads.

Il en va de même pour les sociétés étrangères qui ont montré leur détermination à s'installer à long terme à Londres, vu le montant de leurs investissements.

Le krach du 19 octobre 87 aura constitué un excellent test pour les contrepartistes : dans les mois qui ont suivi, il n'y a pas eu d'"accident" spectaculaire. Cela prouve la solidité du système. Sir Nicholas Goodison, Président de l'ISE, déclarait en mars 88, à ce propos : "Notre système de contrepartistes concurrents... montra qu'il avait la force de capital nécessaire pour absorber les chocs et s'adapter à des conditions changeant brutalement" (Echo de la Bourse, 24/03/88, p.22).

La probabilité que l'on assiste à une augmentation des spreads, suite à un départ massif de certains contrepartistes, est donc minime, tant pour les mois à venir qu'à long terme.

4.2.4 La diminution actuelle des spreads sur l'ensemble des marchés

La forte concurrence entre contrepartistes a eu comme conséquence de réduire les spreads dans tous les marchés ; néanmoins, il nous paraît utile d'étudier séparément les marchés des actions et options d'une part et celui des Fonds d'Etat et obligations de l'autre.

A/ Les spreads sur actions

On trouvera aux annexes 4.1 et 4.2 deux études : l'une portant sur les spreads pratiqués sur les 100 actions alpha de l'indice FT-SE et l'autre sur ceux appliqués à 20 actions parmi les moins "liquides".

Le tableau 4.3 permet de comparer la situation ancienne à celle d'aujourd'hui ;

Tableau 4.3 : Comparaison des spreads sur actions avant et après la dérégulation ;

			Spread avant le Big Bang (%)	Spread après le Big Bang (%)	Réduction proportion- nelle (%)
Actions alpha	GBP 1 000		0,80	0,60	25
	GBP 100 000		0,80	0,70	13
	GBP 500 000		0,80	0,80	0
Actions bêta			1,82	1,58	13
Actions gamma, delta, de l'USM ou du Third M.			3,40	2,60	24

Midland Bank Review, 1987, p.7 - The Business Economist, 1987, p. 19 - D GOODE, 1987, Banque Belge - Financial Times, 1987, p.14
Calculs personnels, sur base de données du SEAQ : voir aussi annexes 4.1 et 4.2.

La réduction globale des spreads est donc de l'ordre de 15 % pour l'ensemble des actions. Il en va de même pour les options.

Cette diminution est inférieure à celle que l'on a constatée chez les brokers ; cela vient de ce que la concurrence existait déjà entre jobbers avant le Big Bang, même si elle n'était pas comparable à celle d'aujourd'hui.

Il est intéressant de remarquer que ce sont les transactions de taille réduite qui bénéficient le plus de la réduction des spreads, contrairement à ce que l'on a vu pour les commissions des brokers ; en effet, la rémunération des teneurs de marché pour les montants importants était déjà relativement faible avant la dérégulation, ce qui les a empêchés de diminuer sensiblement leurs spreads après celle-ci.

B/ Les spreads sur obligations et Fonds d'Etat

La réduction des spreads sur Fonds d'Etat est impressionnante : on est passé de 0,125 % (1/8ème %) pour l'ensemble du marché, avant la dérégulation, à 0,03 % (1/32ème %) pour les "Short Gilts", tandis que les "Middle" et "Long" sont actuellement pénalisés de 0,06 % (1/16 ème %) en moyenne (K JONES, James Capel - D GOODE, Bque Belge - Euromoney, 1987, p.105).

Avant la dérégulation, on trouvait des spreads qui allaient jusqu'à 0,25 % (1/4) du montant de la transaction, quand celui-ci était inférieur à GBP 1 mio (The Business Economist, 1987, p.17).

Sur ce marché, on peut donc chiffrer la réduction à 65 % de ce qui se pratiquait avant le 27 octobre 86 ! Cela vient de la concurrence très vive entre les différents market makers qui visent à accroître leur part de marché avant toute autre chose. Il est plus facile dès lors de comprendre les difficultés actuelles de ceux-ci sur ce marché (cfr 4.2.1).

La réduction sur le marché obligataire est inférieure à celle que nous venons de voir sur les Fonds d'Etat ; en effet, on a vu passer les spreads de 0,5 à 0,25 % (Euromoney, 1987, p.105). Cela vient de ce que les montants traités en obligations sont moins élevés et la concurrence, bien qu'ayant fortement augmenté depuis la fusion de l'ISRO et du LSE, n'est pas comparable à celle qui existe sur le marché des Fonds d'Etat.

C/ Les effets du krach boursier d'octobre 87 sur les spreads

Après le krach boursier, on a constaté que les spreads avaient tendance à remonter légèrement. Cela est compréhensible, vu les pertes subies par l'ensemble des market makers à cette époque. Néanmoins, nous ne pensons pas que cette tendance soit durable.

De plus, cela ne change rien aux conséquences de la dérégulation, en ce qui concerne la diminution des coûts ; en effet, si le Big Bang n'avait pas eu lieu, cette tendance à l'augmentation des spreads se serait quand même produite après le 19 octobre 87, et cela à cause de l'inquiétude des intermédiaires financiers face à un tel événement.

Selon nous, il est donc nécessaire de distinguer clairement la dérégulation et le krach boursier qui n'ont, rappelons-le, aucun lien entre eux.

Annexe 4.1 : Etude des spreads pratiqués sur les 100 actions

alpha de l'index FT-SE 100, le 8/09/1987 (à 10 H 30)

Le spread = prix de vente - prix d'achat

Le spread en % =
$$\frac{\text{prix de vente} - \text{prix d'achat}}{\text{prix moyen}}$$

L'investisseur paye la moitié du spread ; l'autre est à charge de sa contrepartie

Nom de la société	Nombre de M.Makers	Prix optimum Achat Vente (en pence)	Spread	Spread (en %)	Quote-part payée par l'inv. (%)
British Gas	19	170 - 171	1	0,59	0,30
Allied Lyons	17	420 - 425	5	1,18	0,59
ASDA MFI	16	196 - 199	3	1,52	0,76
AB Food	15	361 - 364	3	0,83	0,42
Hillsdown	14	325 - 328	3	0,92	0,46
Brit. Aerospace	14	503 - 508	5	0,99	0,50
Barclays	14	562 - 565	3	0,53	0,27
Bass	14	985 - 992	7	0,71	0,36
Bat. Inds.	15	665 - 668	3	0,45	0,23
Beecham	20	533 - 535	2	0,37	0,19
Blue Circle	14	470 - 473	3	0,64	0,32
Amstrad	14	176 - 179	3	1,69	0,85
Next	14	354 - 357	3	0,84	0,82
Bunzl	7	235 - 240	5	2,11	1,06
Land Sec	10	577 - 582	5	0,86	0,43
BOC Group	14	538 - 540	2	0,37	0,19
Boots	15	311 - 314	3	0,96	0,48
British Petroleum	17	368 - 370	2	0,54	0,27
B.P.B. Ind.	13	398 - 403	5	1,25	0,63
Br. Print	12	383 - 387	4	1,04	0,52
Burton Ord.	14	308 - 310	2	0,65	0,33
British Telecom	22	272 - 274	2	0,73	0,37
Britoil	18	325 - 327	2	0,61	0,31
BTR plc	15	352 - 355	3	0,85	0,43
Caldbury - Sch.	19	274 - 276	2	0,73	0,37
Cons. Gold	9	1435 - 1445	10	0,69	0,35
Cookson Gp.	9	822 - 825	3	0,36	0,18
Courtaulds	11	489 - 493	4	0,81	0,41
Comm. Un. Ass.	13	366 - 367	1	0,27	0,14
Coats Viy	9	381 - 384	3	0,78	0,39
Cable & Wire	17	450 - 452	2	0,44	0,22
Dec Corp	18	230 - 233	3	1,26	0,63
Dixons	15	368 - 371	3	0,81	0,41
Eng. China	15	484 - 486	2	0,41	0,21
Fisons	18	360 - 362	2	0,55	0,28
Granada Ord.	14	338 - 342	4	1,18	0,59
Gen. Accident	13	1038 - 1042	4	0,38	0,19
Guardian Ryl	13	1003 - 1007	4	0,40	0,20
GEC	19	214 - 216	2	0,93	0,47
Hammerson "A"	8	680 - 690	10	1,46	0,73
Globe IT	7	178 1/2 - 179 1/2	1	0,56	0,28
Glaxo Hdgs.	20	1700 - 1705	5	0,29	0,15

Nom de la société	Nombre de M. Makers	Prix optimum Achat Vente (en pence)	Spread	Spread (en %)	Quote-part payée par l'inv. (%)
Grand Met.	17	548 - 552	4	0,73	0,37
Guinness	17	372 - 375	3	0,80	0,40
GUS "A"	14	1300 - 1313	13	1,00	0,50
Argyll Group	17	425 - 428	3	0,70	0,35
Hanson Tr.	17	186 - 187	1	0,54	0,27
Hawker S.d.	13	586 - 590	4	0,68	0,34
ICI	20	1570 - 1577	7	0,44	0,22
Jaguar	18	545 - 547	2	0,37	0,19
Ladbroke	14	456 - 458	2	0,44	0,22
Brit. Comm.	12	488 - 491	3	0,61	0,32
Legal Gen.	13	332 - 335	3	0,90	0,45
Lloyds Bank	13	350 - 357	7	1,98	0,99
Rolls - Royce	10	113 - 115	2	1,75	0,88
TSB Group	16	140 - 143	3	2,12	1,06
MEPC	10	558 - 563	5	0,89	0,45
Midland Bank	13	503 - 505	2	0,40	0,20
Mark & Spencer	14	236 - 238	2	0,84	0,42
Bet	12	268 - 271	3	1,11	0,56
Nat. West. Bank	13	723 - 727	4	0,53	0,27
Pilkington	13	298 - 302	4	1,33	0,67
Plessey	18	190 - 192	2	1,05	0,53
P & O Dfd	11	697 - 700	3	0,43	0,22
Prudential Corp.	13	1028 - 1032	4	0,39	0,20
Pearson	11	788 - 792	4	0,51	0,26
Royal Bk. Scot.	13	400 - 405	5	1,24	0,62
Racal Elect.	18	307 - 309	2	0,65	0,33
Reckitt & Clmn	13	1102 - 1110	8	0,72	0,36
Redland	13	518 - 520	2	0,39	0,20
Reed Intl.	9	540 - 548	8	1,47	0,74
Rank Hovis	16	327 - 329	2	0,61	0,31
RMC Group	13	488 - 492	4	0,82	0,41
Rank Org.	11	694 - 702	8	1,15	0,58
Royal Ins.	13	550 - 552	2	0,37	0,19
Reuters "B"	18	868 - 870	2	0,23	0,12
RTZ	9	1295 - 1310	15	1,15	0,58
Rownee	12	573 - 578	5	0,87	0,44
Saatchi & Saatchi	10	643 - 653	10	1,54	0,77
Sainsbury	16	268 - 272	4	1,48	0,74
British Airways	16	200 - 202	2	1,00	0,50
Sedgwick Group	10	293 - 295	2	0,68	0,34
Sears	15	168 - 169	1	0,59	0,30
Shell	17	1357 - 1360	3	0,22	0,11
Storehouse	14	363 - 367	4	1,10	0,55
Smith & N.	14	166 - 168	2	1,20	0,60
Stand. Chart.	10	810 - 817	7	0,86	0,43
STC	17	294 - 296	2	0,68	0,34
Sun Alliance	13	1070 - 1075	5	0,47	0,24
Tarmac	14	306 - 310	4	1,30	0,65
THORN EMI	14	668 - 672	4	0,60	0,30
Traf. House	13	365 - 368	3	0,82	0,41
Tsthse. Fte.	16	262 - 264	2	0,76	0,38
Tesco	16	187 - 190	3	1,59	0,80
United Bisc.	15	322 - 325	3	0,93	0,47
Unilever	15	615 - 620	5	0,81	0,41
Unigate	17	375 - 380	5	1,32	0,61
Wellcome	16	440 - 445	5	1,13	0,57

Whitbread "A"	14	348	-	352	4	1,14	0,57
Woolworth	14	368	-	372	4	1,08	0,54

MOYENNE : 14,17 / / / 0,84 % 0,42 %

source : SEAQ - Topic, 8/09/87

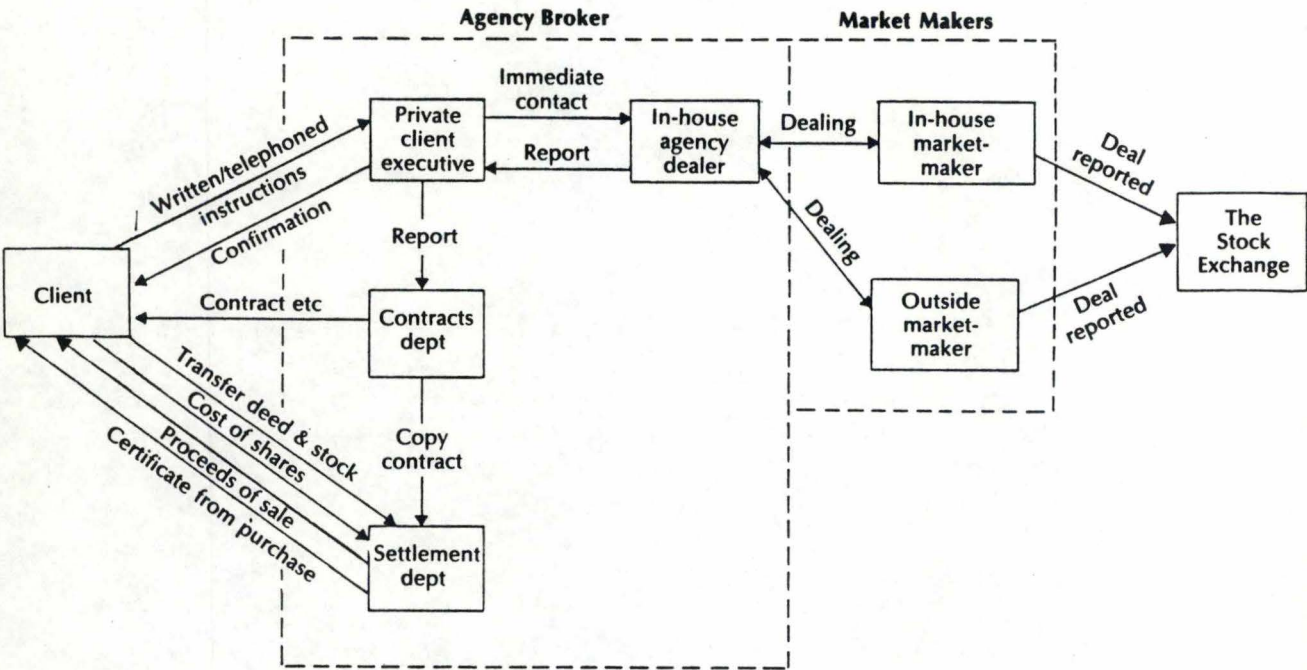
Annexe 4.2 : Etude des spreads pratiqués sur 20 actions de second rang (gamma et delta) cotées par 2 market makers seulement, le 8/09/87, à 16 H 30. Rem : actions choisies au hasard

Nom de la société	Nombre de M. Makers	Prix optimum Achat Vente (en pence)		Spread	Spread (en %)	Quote-part payée par l'inv. (%)
Hunting Pets	2	218	- 223	5	2,27	1,14
U. Hntlgh. Tch.	2	120	- 130	10	8,00	4,00
Ipeco Hdgs.	2	85	- 90	5	5,71	2,87
Investment Co.	2	110	- 114	4	3,57	1,79
U. Johnson Fry.	2	310	- 330	20	6,25	3,13
Hse. Lerose	2	320	- 330	10	3,14	1,57
IOM Entrpr.	2	530	- 540	10	1,87	0,94
Intereurope ITS	2	360	- 375	15	4,08	2,04
Jacobs (JI)	2	86	- 89	3	3,43	1,72
Jantar	2	145	- 155	10	6,66	3,33
U-INSTEM	2	123	- 133	10	7,80	3,90
Jarvis Part	2	170	- 175	5	2,90	1,45
Hobson Pub	2	490	- 500	10	2,02	1,01
KCA Drilling	2	30	- 33	3	9,52	4,76
U. Hmbrsd. Etc.	2	58	- 63	5	8,26	4,13
Aerospace Eng.	2	155	- 160	5	3,17	1,59
Amal Financ.	2	173	- 178	5	2,85	1,43
AAF Inv.	2	295	- 305	10	3,33	1,67
Ang. Eastern	2	68	- 71	3	4,32	2,16
U. Prontaprint PRT	2	100	- 105	5	4,88	2,44

MOYENNE : 2 / / / 4,70 2,35

source : SEAQ - Topic, 8/09/87

Annexe 4.3 : Dealing on the Stock Exchange



rem : le schéma tient compte de l'intermédiation d'un broker
source : Allied Dunbar Investment Guide, 1987 - 1988, p.117

Annexe 4.4 : Contrat-type passé avec un broker

Name and address
of stockbrokers

VAT no:.....Bargain date:
Bargain ref:Time of deal:

As agents we have bought for Mr J Smith

10,000 United Sprockets ord 25p at 56p £5,600.00

Commission	at 1.5%	£84.00
VAT	at 15%	12.60
Stamp duty		28.00
PTM levy		<u>0.60</u>

125.20
£5,725.20

Bargain effected with connected company

Subject to the rules, customs, usages and
interpretations of The Stock Exchange

Settlement date:

(Signature of stockbrokers)
Members of The Stock Exchange

source : Allied Dunbar Investment Guide, 1987 - 1988, p.118

James Capel

HOW CAN JAMES CAPEL HELP YOU?

The management of money has become an increasingly professional business. Greatly improved communications and the use of an ever widening range of sophisticated investment techniques have helped create markets where reaction to events must be very swift indeed. There are a growing number of investment products available and the array of choice can be confusing, especially since "Big Bang". Never has the private investor needed professional help more than at present.

Our Personal Investment Department employs more than 80 experienced and professional individuals able to advise on all aspects of investment. It is responsible for managing substantial funds for resident and non-resident clients, with private client portfolios amounting to more than £1,000m, much of which is managed at discretion.

We are able to draw upon the considerable skills available within the James Capel organisation, including the full international research capability of the firm. The International Investment Committee, which is formed from the senior members of the Investment Management Division, makes recommendations on the deployment of funds amongst markets worldwide.

At James Capel we recognise that personal contact is vital. A senior account executive will want to meet each client in order to formulate the appropriate investment strategy. Once a relationship has been established, the client is kept in touch by telephone and letter, with further meetings taking place to review progress and discuss any changes in circumstances when needed.

The services described in the next two pages are principally designed for clients resident in the U.K. For those resident abroad, or for whom an overseas management service is more appropriate, we have a similar range of services, including discretionary and advisory management and an Offshore Fund Portfolio Management Service, which administered by James Capel (Channel Islands) Ltd. This company is a separate member of The Stock Exchange, registered in Jersey and managed and controlled by Channel Islands resident directors. Further information on the management of non-resident portfolios can be obtained from our Jersey office or direct from London. Additionally, our Hong Kong office provides services to private investors.

James Capel

WHAT SERVICES ARE AVAILABLE FROM JAMES CAPEL?

Private individuals and trustees can choose from a range of services, or accept guidance from one of our executives in selecting the most appropriate for their circumstances. The benefit of James Capel's investment management can be gained for as little as £500 through our own unit trusts. Details of commissions and charges may be found in the back pocket of this brochure.

Our underlying investment philosophy is to achieve long-term capital and income growth for clients, but we are also able to accommodate those seeking more active management. We aim to keep the risk element as low as possible, consistent with clients' objectives.

Discretionary Management Service. This service is available for portfolios of £100,000 and above, and includes the use of our Nominee and Cash Management services (see below). It is designed for the client who seeks complete portfolio management and wishes to be relieved of as much paperwork as possible. We maintain detailed records and make investment changes consistent with a policy agreed with the client. Individual circumstances, including tax implications, are carefully considered. Regular reports and valuations are prepared and contract notes and statements of account are despatched to clients so that the progress of a portfolio can be carefully monitored. Additionally, a monthly newsletter is sent out.

Copies of the Investment Management Agreement, which must be completed by clients using this service, are contained in the back pocket of this brochure.

Unit Trust Portfolio Management Service (UTPMS). Designed principally for portfolios of between £20,000 and £100,000, this service operates along the lines of the Discretionary Management Service outlined above. It provides management for clients who wish to participate in the long term growth of capital and income that unit trusts offer, but are bewildered by the wide choice available. We agree a policy aimed at satisfying the requirements of each client and then select the appropriate unit trusts in accordance with our own research into the various markets and management groups. Changes are made from time to time as they become necessary or desirable and cash or gilt-edged stock may be included in the portfolio as appropriate.

Advisory Service. We provide this service for those clients with more than £200,000 and who wish to manage their investments themselves but also seek to benefit from our advice and dealing capabilities. Records are maintained of clients' investments and we make recommendations as and when appropriate, although orders are only executed on instructions from the client. Regular reports and valuations are prepared and our Nominee and Cash Management services may also be used.

Equity Trading Service. We are able to accommodate those individuals who seek more active advice and management. Clients who wish to deal actively in the U.K. stock market in units of £5,000 or more, may use this service and also take advantage of the Nominee and Cash Management Services where appropriate. Valuations are produced quarterly and advice is available on the telephone.

James Capel

James Capel's Unit Trusts. James Capel Unit Trust Management Limited manages three unit trusts — the Capital Fund, the Income Fund and the North American Fund. All three have enjoyed an above average performance in the past and are particularly suitable for the investor with limited resources. The minimum initial investment is £500 and the latest Managers' Reports are always available.

Personal Equity Plans. We are registered plan managers and provide a discretionary Personal Equity Plan for lump sums from £1,200 up to the present maximum of £2,400, or for monthly contributions of £100 or more. We can also offer a Personal Equity Plan of £420 to be entirely invested in our own unit trusts.

Traded Options. A separate department has been established for private clients wishing to enter this rapidly growing market. An advisory service is available for those prepared to invest £30,000 or more, or who can otherwise demonstrate that they will deal in volume. Alternatively there is a dealing service, providing speedy execution of orders placed. Our Traded Options personnel operate separately from the Private Clients Department and the service they offer is only appropriate for those investors prepared to accept the higher degree of risk that Traded Options entail.

Nominee and Administration Services. We arrange for the safe custody of investments through our Nominee Companies in London and Jersey. Overseas securities are held to the order of the relevant Nominee Company by our appointed agents around the world. Appropriate action is taken on rights issues, takeover bids etc. Dividends are remitted quarterly or reinvested as instructed, and tax vouchers are sent to clients or their professional advisers at the end of the tax year.

Cash Management Service. For those using this service, we secure a competitive rate of interest on uninvested cash. When used in conjunction with our Nominee Service, clients are ensured of the swift utilisation of cash resources and their transactions are settled automatically. Cash is always placed in a separate client account at a major recognised bank or appropriate financial institution.

Valuations. As well as regular valuations and reports for clients using our services as outlined, we prepare valuations for probate or Inheritance Tax purposes on request.

Personal Financial Planning. With the growing complexities of taxation legislation and the ever widening range of investment products available, we can advise clients wishing to formulate an investment strategy which takes into account the use of insurance policies, trusts, mortgages and other investment related instruments. We are able to assist in Inheritance Tax planning, house purchase, school fees provision, regular income plans and pension planning as well as traditional areas such as life cover and savings plans using endowment assurance or maximum investment plans.

If required, our Financial Planning Department can prepare a full report upon individual circumstances which can either be paid for on a fee basis or through any commissions resulting. When additional professional advice is required, we are happy to work together with a client's advisers or we can recommend experts in other fields to assist.

CHAPITRE 5. LES PRINCIPAUX BENEFICIAIRES : LES INVESTISSEURS. TANT BRITANNIQUES QU'ETRANGERS

Comme on a pu le voir au ch 4, les investisseurs ont fortement profité de la dérégulation : alors que la recherche augmentait, les coûts des services offerts par l'ensemble des intermédiaires financiers (brokers et market makers) diminuaient. L'objet de ce chapitre est de récapituler l'ensemble de ces coûts et de les comparer avec ceux que l'on connaissait avant la dérégulation.

Remarquons que le seul problème actuellement rencontré à Londres par les investisseurs vient de la lenteur des brokers à délivrer les titres, vu leur surcharge de travail : nous y reviendrons au chapitre 8.

5.1 Sur le marché des actions britanniques

Nous reprenons ici les coûts relatifs à des transactions sur actions alpha (75 % du volume total), avant et après la dérégulation ; nous les avons déjà vus séparément au ch 4.

Tableau 5.1 : Impact du Big Bang sur les coûts de transactions en actions (en %)

rem : (1) signifie que l'on ne passe pas par un broker

(2) " " " passe par un broker

Montant traité	GBP 1 000		GBP 100 000		GBP 500 000	
	Before Big Bang	After BB	Before BB	After BB	Before BB	After BB
Droit de timbre	1,00	0,50 (1)-(2)	1,00	0,50 (1)-(2)	1,00	0,50 (1)-(2)
Commission	1,65	0 -1,80	0,56	0 -0,30	0,35	0 -0,20
TVA (15 % com)	0,25	0 -0,27	0,08	0 -0,05	0,05	0 -0,03
Spread / 2	0,40	0,30	0,40	0,35	0,40	0,40
TOTAL	3,30	0,80-2,87	2,04	0,85-1,20	1,80	0,90-1,13

Midland Bank Review, 1987, p.7 - Bank of England, 1987, p.61 -
Euromoney, 1987, p.73 - D GOODE, Bque Belge Ltd - MERRILL LYNCH,
1987, UK Equities Broking Dept - Calculs personnels

Pour comparer valablement ces chiffres, il faut mettre en rapport ceux qui précèdent la dérégulation avec les actuels qui tiennent compte de l'intermédiation d'un broker, pour que le service offert soit le même dans les deux cas.

D'autre part, pour une transaction de GBP 1 000 ou moins, on passera toujours par un broker ; par conséquent, le chiffre de 0,80 % de la colonne (1) est purement théorique.

Le Big Bang aura donc fait baisser les coûts, pour les actions britanniques, de 10 à 40 %, tout en offrant la possibilité de s'adresser directement à un teneur de marché : dans ce cas, la réduction peut être estimée à 50 ou même 60 % .

On remarque également que ce sont les transactions importantes qui profitent le plus de la concurrence actuelle, surtout dans le secteur du marché où elle était inexistante auparavant : celui des brokers. Vu le montant de leurs ordres, ce sont donc les investisseurs institutionnels qui bénéficient le plus de la dérégulation.

5.2 Les transactions portant sur Fonds d'Etat et obligations

Pour simplifier la comparaison, nous étudions les coûts pour une transaction de GBP 200 000, ce qui est un montant moyen. De plus, les chiffres pour les Fonds d'Etat font la moyenne entre "Short" et "Long" Gilts. Rappelons qu'il n'y a pas de droit de timbre (stamp duty) à Londres pour les titres à taux fixe.

Tableau 5.2 : Impact du Big Bang sur les coûts de transactions en Fonds d'Etat et obligations (en %)

	Fonds d'Etat (Gilts)		Obligations	
	Before	After	Before	After
				(1) - (2)
Commission	0,25	0,00	0,50	0 - 0,38
TVA (15 % com.)	0,04	0,00	0,08	0 - 0,06
Spread / 2	0,06	0,02	0,25	0,13
TOTAL	0,35	0,02	0,83	0,13 - 0,57

Rappel : (1) signifie que l'on ne passe pas par un broker
(2) " " " passe par un broker

sources : Euromoney, 1987, p.105 - The Business Economist, 1987, p.17 - D GOODE, 1987, Bque belge Ltd - K JONES, 1987, James Capel, Gilts Dept -

Les titres à taux fixes sont donc les grands bénéficiaires de la dérégulation ; c'est d'ailleurs dans ces marchés que la concurrence est la plus vive.

5.3 La réduction du coût pour les titres étrangers

Avant la dérégulation, un investisseur souhaitant acquérir des titres étrangers s'adressait à un broker qui, à son tour, entraînait en contact avec un agent de change du pays où était cotée l'action. Le prix à payer était donc celui en vigueur sur la Bourse concernée, majoré de la commission du broker.

Seulement quelques titres de première importance se traitaient directement au Stock Exchange.

On a vu au point 3.2.2 qu'il y a aujourd'hui 600 titres cotés à l'ISE, grâce au SEAQ International, mis en place en 85. Leur coût de transaction est le même que celui des actions les plus liquides (alpha), car les sociétés cotées sont de premier ordre.

La place de Londres est redevenue tellement compétitive qu'elle attire à son tour les transactions en provenance de l'étranger ; par exemple, 20 % des titres français sont traités à Londres (D GOODE, 1987, Bque Belge Ltd), alors qu'il y a 5 ans, le LSE voyait fuir sa liquidité sur les places étrangères !

Un autre exemple nous était donné par le titre IBM, le 17/09/87 à 15 H 25, dont le spread était de USD 1/4 à Londres, contre USD 1/2 sur le NASDAQ (agence REUTERS - SEAQ International) ! Quelques minutes plus tard, on voyait le spread du NASDAQ revenir à USD 1/4, forcé à s'ajuster.

La réduction totale pour l'ensemble des titres est donc très variable : en effet, on a vu que cela dépend

- du marché sur lequel on se trouve,
- de la liquidité du titre (actions alpha, bêta, gamma, etc...) et du nombre de market makers le cotant, ainsi que des dispositions de ceux-ci,
- de l'utilisation ou non des services d'un broker,
- du montant traité.

Néanmoins, il est possible de tirer les conclusions suivantes :

1./ La réduction du coût des transactions est générale et s'explique d'une part par l'accroissement de liquidité sur l'ensemble du marché (cfr ch 5) et d'autre part par la concurrence qui s'est installée ou accrue dans tous les secteurs, grâce à l'ouverture du Stock Exchange.

2./ La diminution des commissions est proportionnellement supérieure à celle des spreads : en effet, il n'y avait pas de concurrence entre brokers avant la dérégulation.

3./ La réduction des coûts est plus sensible pour les montants importants que pour ceux de taille réduite, dans l'ensemble des marchés. Ce sont donc les investisseurs institutionnels qui bénéficient le plus du Big Bang, mais ils ne sont pas les seuls : en effet, les petits investisseurs en profitent aussi, dans une moindre mesure (sauf pour des montants minimes - de l'ordre de GBP 100 - où l'intermédiation est actuellement plus chère, étant donné que les brokers ont fait passer de GBP 20 à 40 le minimum à payer).

4./ La diminution des coûts de transaction la plus spectaculaire est celle sur transactions en Fonds d'Etat.

CHAPITRE 6. L'AUGMENTATION D'ACTIVITE SUITE A LA DEREGULATION

Nous n'étudierons pas ici les effets de l'ouverture de la Bourse de Londres sur l'activité globale de la City et du reste du pays. Néanmoins, ceux-ci sont particulièrement importants pour l'ensemble de l'économie : on a pu constater un effet très positif sur la construction, à Londres, en même temps qu'une forte hausse des loyers. Les créations d'emplois se sont comptées par milliers, tandis que l'on assistait à une forte inflation des salaires des cadres supérieurs (dépassant souvent GBP 100 000 / an !).

Nous verrons dans ce chapitre les effets de la dérégulation sur l'activité des marchés de titres : marché secondaire (achats et ventes de titres) et marché primaire (émission de titres).

6.1 Le marché secondaire

Le krach du 19 octobre 87 a encore accru très fortement l'activité, par rapport à ce que nous allons voir, mais nous n'en avons pas tenu compte pour deux raisons :

- la dérégulation n'est en aucun cas responsable de cet événement (nous y reviendrons). Intégrer ses effets dans nos calculs aurait donc faussé l'analyse.

- la très forte animation des marchés provoquée par le krach n'a été que provisoire et tout laisse à penser que l'activité reviendra au niveau précédant le 19 octobre 87 à partir de la fin 88. Dans les mois qui ont suivi le krach, on a constaté une diminution de l'activité, suite à l'attentisme des investisseurs face à un "bear market" (marché à la baisse).

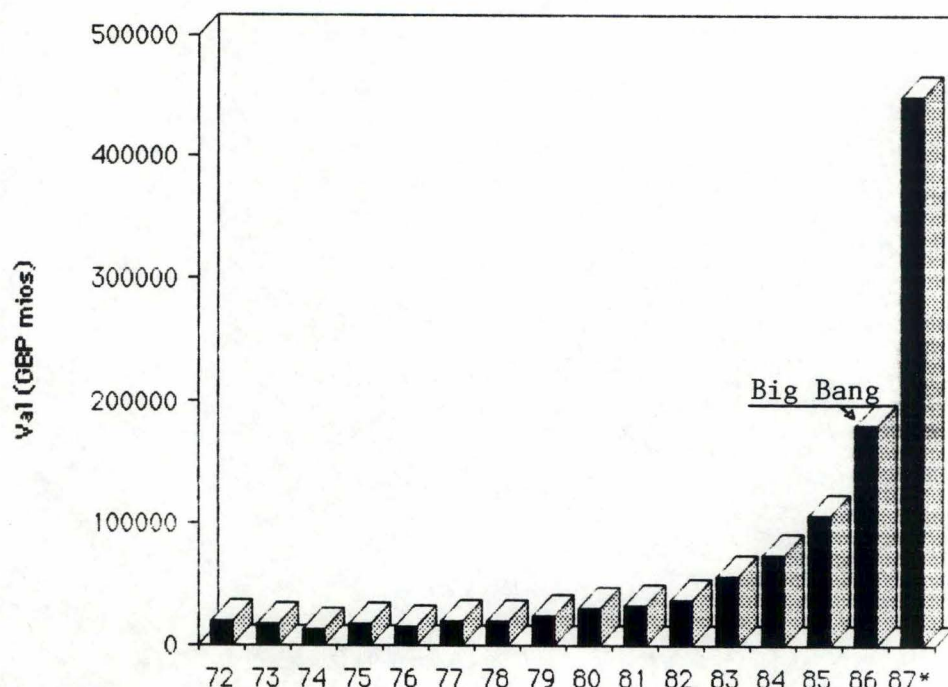
6.1.1 Les actions

Nous voyons ici l'activité sur les trois marchés (Listed Market, USM et Third Market). En ce qui concerne ce dernier, la dérégulation ne l'a pas influencé, puisque sa création est postérieure au 27 octobre 1986.

rem : les tableaux reprenant les données chiffrées (valeur et nombre de transactions) sont en annexe de ce chapitre.

Le graphique 6.1 montre l'évolution des volumes traités, en valeur, de 1972 à 1987 :

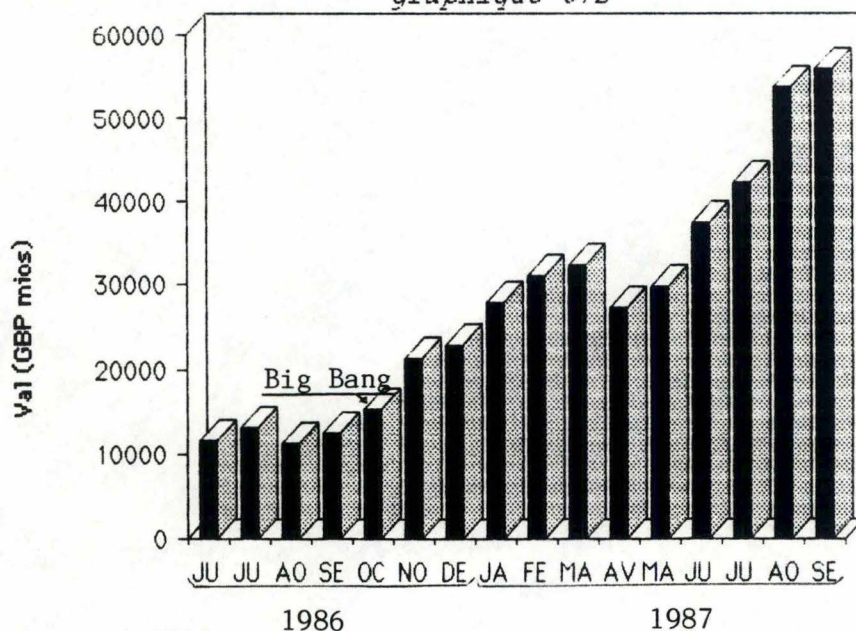
Graphique 6.1



* : en effet, le volume de 1987 est sous-estimé car il n'est basé que sur les 9 premiers mois d'activité (le krach l'a encore fait fortement augmenter).

Le graphique 6.2, quant à lui, montre l'évolution des volumes de juillet 86 septembre 87 et permet de bien se rendre compte de l'effet de la dérégulation :

graphique 6.2

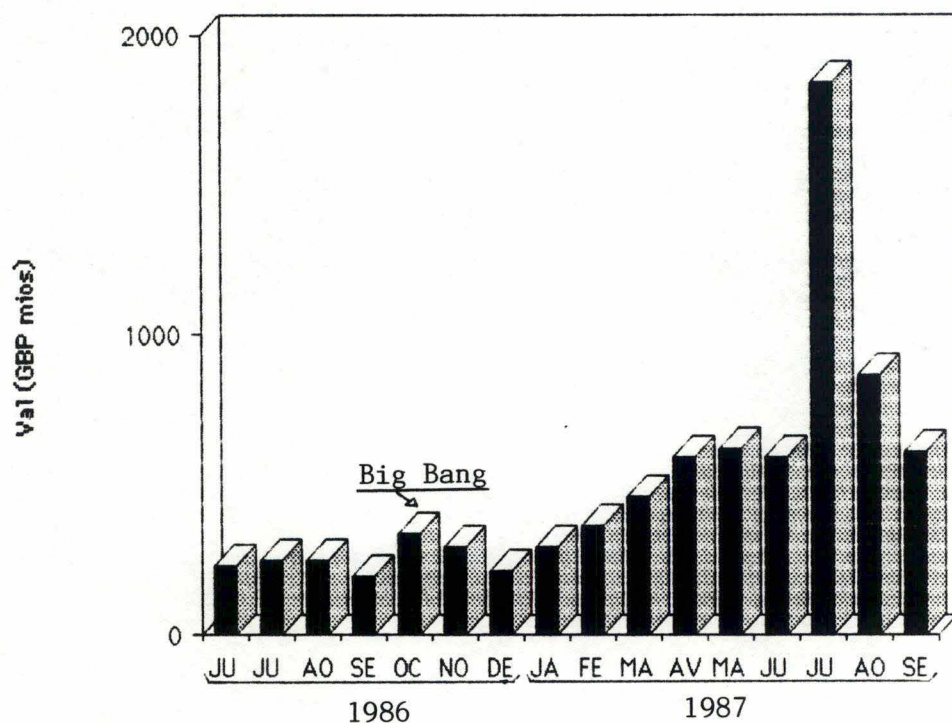


source : - SEAQ, sept. 87

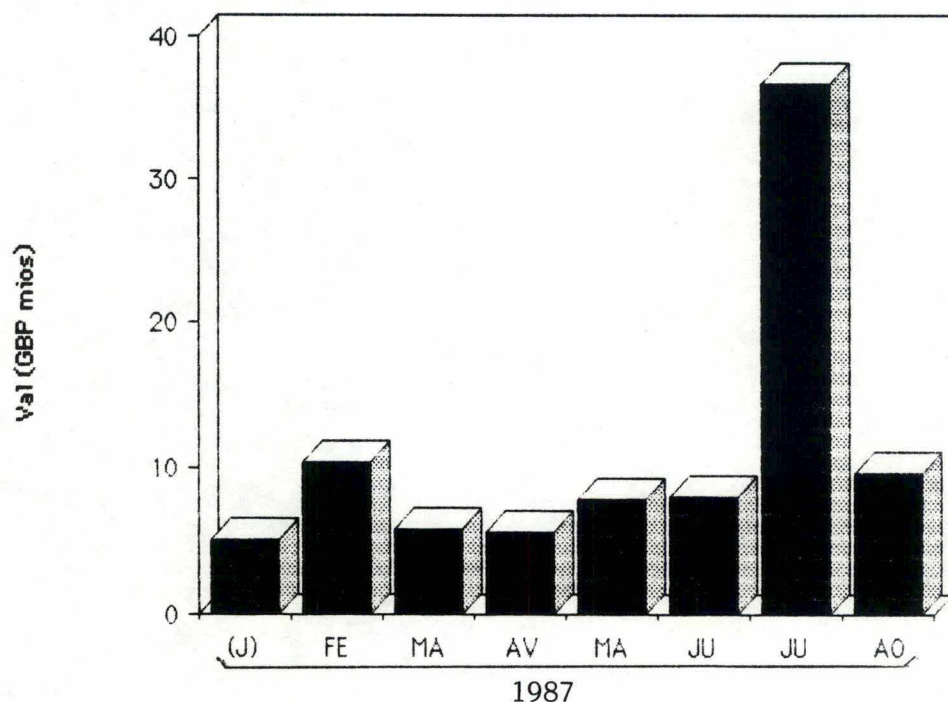
- The International Stock Exchange Fact Sheet, oct. 87

Les graphiques 6.3 et 6.4 montrent l'évolution des volumes traités sur l'USM (gr. 6.3) et le Third Market (gr. 6.4). On constate d'une part leur faible importance par rapport au Listed Market et d'autre part l'effet bénéfique que la dérégulation a exercé sur les volumes traités, contrairement à ce que l'on craignait (cfr 3.2.2).

graphique 6.3



graphique 6.4



rem : janvier n'est qu'indicatif car les transactions n'ont pas commencé au 1/01/87

sources : ibidem graphiques 6.1 et 6.2

Dans l'ensemble, on constate donc une très forte augmentation de l'activité sur le marché des actions. Sur le "Listed Market", on est passé d'une moyenne de GBP 13 400 mio par mois lors des 7 mois précédant la dérégulation à une moyenne de GBP 34 700 sur les 11 mois suivants. Cela représente 260 % de ce qui était traité antérieurement !

On aura remarqué que le volume annuel des transactions est en progression depuis 1983. En effet, 1981 marque le début de la remontée des cours et c'est en 1983 qu'arrivent les sociétés étrangères à Londres.

L'augmentation d'activité qui a suivi la dérégulation, quant à elle, provient essentiellement de la forte réduction des coûts de transactions étudiée au ch 4.

A côté de celle-ci, il faut remarquer que les privatisations effectuées par le Gouvernement ont eu également une influence positive sur le volume de transactions, mais leur impact a été limité. Selon D. GOODE en effet, cet impact ne s'est fait sentir que dans les jours qui ont suivi chaque placement dans le public. Les mesures prises par le Gouvernement pour inciter les petits porteurs à conserver leurs titres en sont probablement à l'origine.

Les privatisations importantes effectuées en 86 et 87 sont les suivantes :

- | | |
|-------------------------|-----------------------|
| 1./ Trustee Saving Bank | 4./ Rolls-Royce |
| 2./ British Gas | 5./ British Airports |
| 3./ British Airways | 6./ British Petroleum |

Il faut noter que la première d'entre elles, TSB, a eu lieu avant le Big Bang, ce qui a déjà eu une influence favorable sur les volumes échangés avant celui-ci. De plus, la dernière (BP) a été un échec retentissant car elle a débuté juste après le Krach.

Le résultat principal de ces privatisations aura été de faire passer le nombre d'actionnaires au Royaume-Uni de 3 millions en 1979 à 9 millions en 1987, soit plus de 20 % de la population adulte (Echo de la Bourse, août 1987 - Barron's Weekly, sept 87, p. 53). Cette même étude fait remarquer qu'un quart des actions

britanniques sont dans les mains de particuliers, contre 10 % dans les années 80. Cela est encore jugé insuffisant par l'OCDE qui souhaiterait voir continuer cet intérêt des petits investisseurs en Grande-Bretagne.

Ce développement de l'actionnariat privé aura été un des succès importants du Gouvernement conservateur ; actuellement, il y a autant d'actionnaires que de syndiqués en Grande-Bretagne. Si les conséquences psychologiques du krach ne sont pas trop importantes, il est possible que ce développement de l'actionnariat ait un effet positif sur l'activité de l'ISE dans les années à venir. Dans ce cas, les privatisations auraient eu un effet à long terme sur les volumes traités.

Les graphiques 6.1 à 6.4 nous ont donc montré que l'ensemble du marché des actions avait fortement bénéficié de la réduction des coûts ; cela est valable tant pour le Listed Market que pour l'USM et accessoirement pour le Third Market créé, rappelons-le, après la dérégulation. Néanmoins, certains segments du marché profitent plus que d'autres de cet accroissement d'activité : les actions alpha, par exemple, ont vu augmenter leur liquidité d'une façon plus significative que les actions de second rang.

Selon D. GOODE, cela s'explique par le fait que les investisseurs étrangers intervenant à Londres sont plus intéressés par les valeurs vedettes de l'ISE que par les autres. De plus, un institutionnel prend plus facilement une position dans une société importante, vu la liquidité du titre.

6.1.2 Les Fonds d'Etat et obligations

Suite à la très forte diminution des coûts, le marché des Fonds d'Etat a explosé : d'une moyenne de GBP 30 688 mios durant les 7 mois précédant la dérégulation, on est passé à une moyenne de GBP 95 120 mios après le krach, comme le montrent les graphiques 6.5 et 6.6. Cela représente 310 % de ce qui était traité avant le Big Bang !

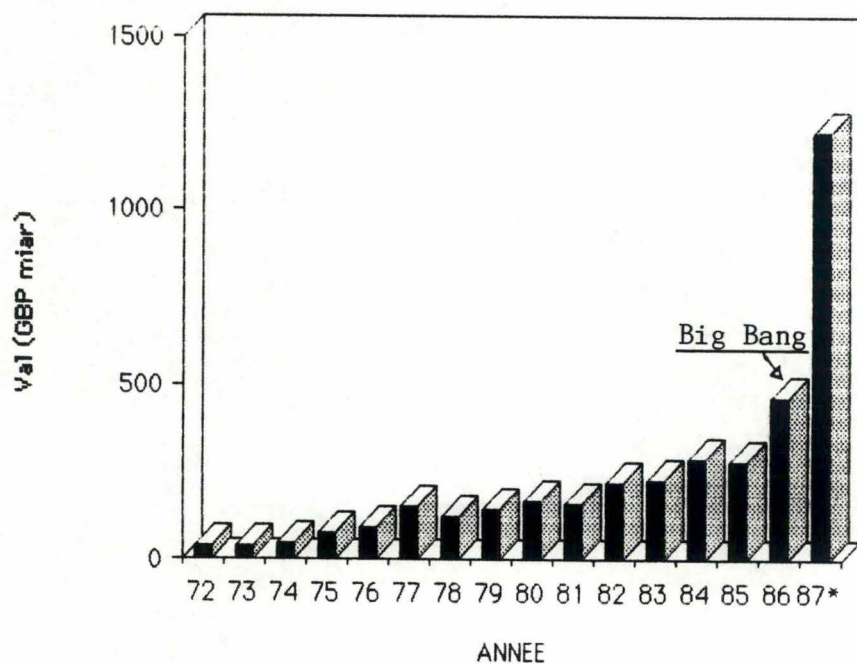
Néanmoins, il faut pondérer ces chiffres par l'activité des Inter Dealer Brokers ; les transactions réalisées par ceux-ci ne représentent en effet que les opérations faites entre market makers.

Sans le volume traité par les IDB, on peut estimer que le montant des transactions est, fin 87, le double de ce qu'il était avant le Big Bang (International Stock Exchange Fact Sheet, oct. 87).

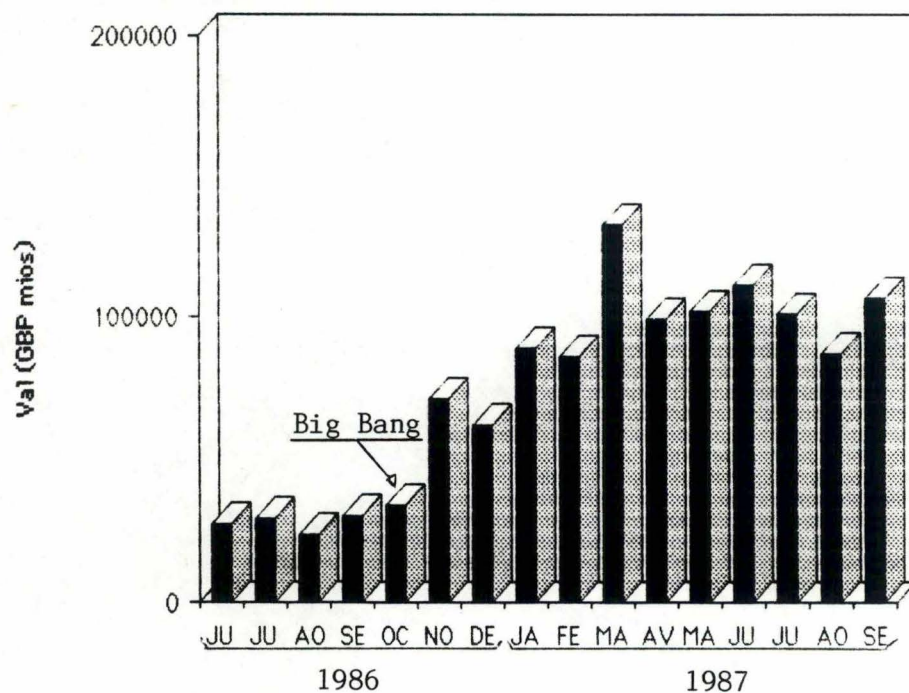
Malgré cela, le chiffre de 310 % peut être considéré comme valable car les transactions entre teneurs de marché existaient déjà avant la dérégulation ; elles se déroulaient la plupart du temps hors-Bourse.

En ce qui concerne les obligations, leur volume a augmenté dans des proportions semblables à celles des Fonds d'Etat, selon David GOODE. L'ISE ne fournissant que des données agrégées pour les deux marchés, il est impossible d'avoir une idée précise de la situation. La part des obligations dans l'ensemble des "Fixed Interest Bonds" est estimée entre 5 et 10 % (The Business Economist, Summer 1987, p 27).

graphique 6.5



graphique 6.6



sources : - SEAQ, sept. 87

- International Stock Exchange Fact Sheet, oct. 87

6.1.3 Les options

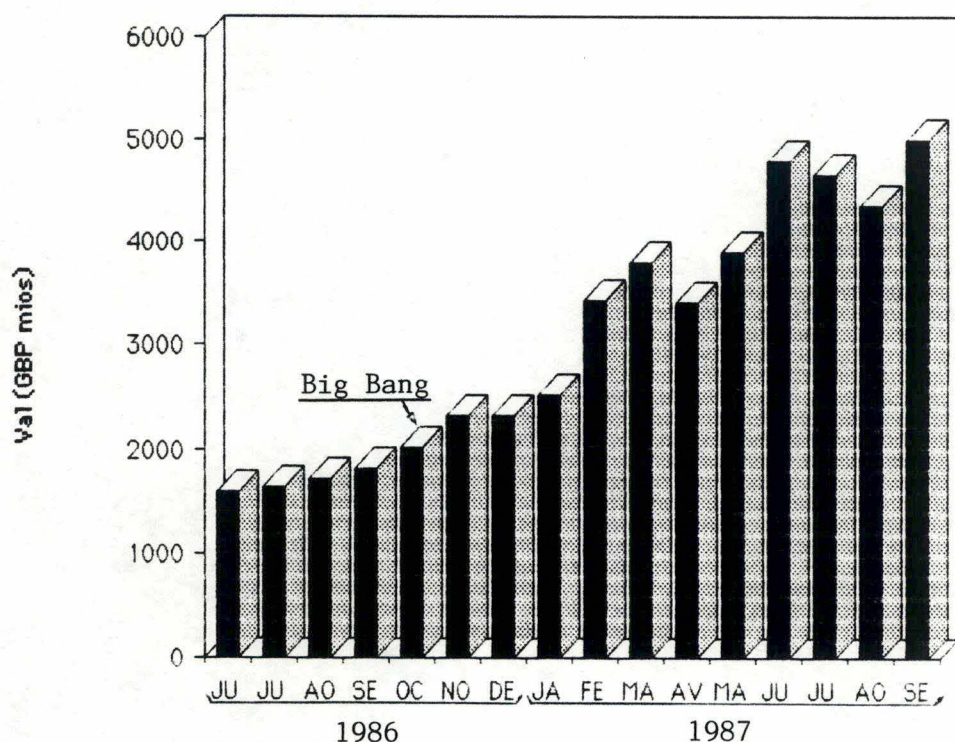
Le marché des options étant directement lié à celui des actions (et accessoirement aux Fonds d'Etat), il était normal de voir croître leur volume dans une proportion semblable.

On estime actuellement qu'un tiers des transactions provient des besoins de couverture des investisseurs (hedging) et que les deux autres tiers sont d'origine spéculative (trading) (KREDIETBANK, Bulletin hebdomadaire n° 42, 1985, p. 3).

D'une moyenne de GBP 1 689 mios sur les 10 mois précédant la dérégulation, on est passé à GBP 3 696 mios sur les 11 mois suivant. Cela représente 218 % du volume antérieur.

Après le graphique 6.8 reprenant les options traitées sur l'ISE, on trouvera au graphique 6.9 l'activité des options traitées sur le LIFFE : on peut constater que l'augmentation est comparable.

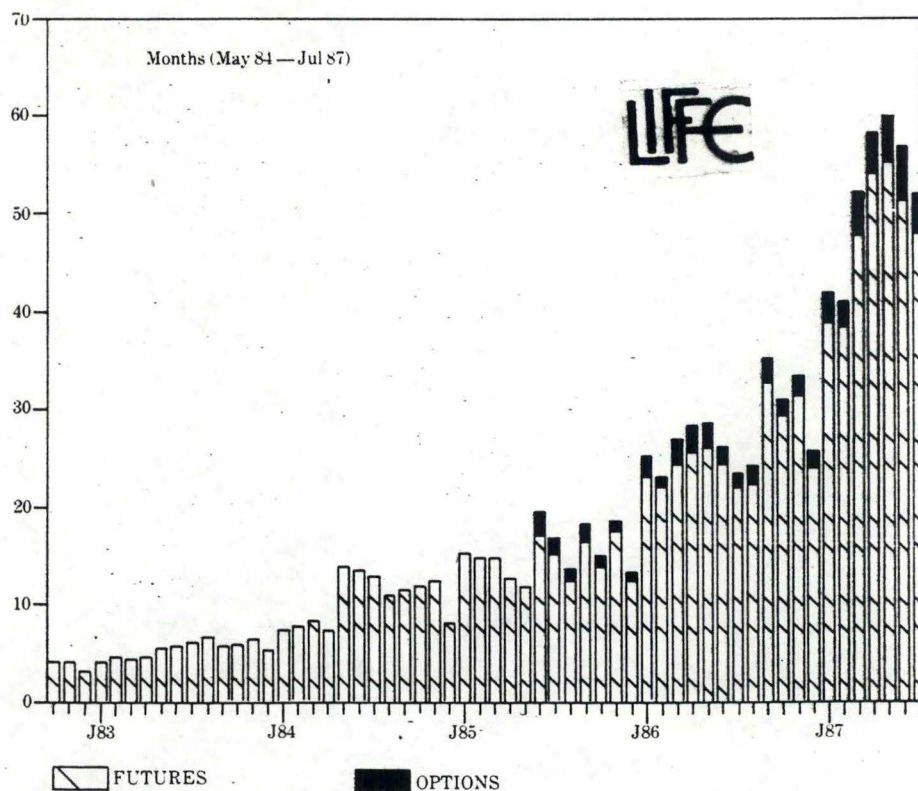
graphique 6.8



sources : - SEAQ, sept. 87

- International Stock Exchange Fact Sheet, oct. 87

Graphique 6.9 : Nombre de contrats réalisés sur le LIFFE (Futures et Options) - en milliers de contrats



MILESTONES IN LIFFE

1982	September:	Official opening; Sterling & Eurodollar
	December:	Long gilt plus mark, franc, yen by now
1983	August:	Millionth contract traded
1984	May-June:	FT-SE 100 and US Treasury Bond
1985	March:	Five million contracts reached
	June:	First options contract — Sterling/Euro
	September:	Short gilt futures
1986	January:	Dollar-mark futures/options
	March:	Long gilt and US Treasury Bond options
	May:	Contracts reach 10 million
	September:	Options on FT-SE 100 Index
	October:	Link with Sydney on two contracts
1987	February:	Fungibility link with Chicago
	March:	A million contracts in one month
	July:	Japanese Government Bond futures
	August:	Proposed tie with LTOM

source : Stockbroker, oct. 87, p. 8

6.1.4 Conclusion : une très forte élasticité

Il est intéressant de remarquer que l'étude effectuée par P. JACKSON et G. O'DONNELL (1985, p.25) s'est vue pleinement vérifiée après la dérégulation, sur l'ensemble des marchés.

En effet, ceux-ci avaient estimé, après la suppression des commissions fixes à Wall Street en 1975, que l'élasticité du volume des transactions par rapport au coût de celles-ci était sensiblement supérieure à l'unité. Cela signifie qu'une réduction des coûts de transaction (provenant d'une baisse des commissions des brokers, des spreads ou du droit de timbre) entraîne une augmentation du volume traité sensiblement plus que proportionnelle.

Rappelons que la formule de calcul de l'élasticité est :

$$e_{V,C} = \frac{\frac{\Delta V}{V}}{\frac{\Delta C}{C}} \quad \begin{array}{l} \text{avec } V = \text{volume (en valeur)} \\ \text{et } C = \text{coût de transaction} \end{array}$$

On a constaté au chapitre 4 que les coûts avaient baissé de 30 à 80 %, tandis que le volume global augmentait de l'ordre de 180 %. On peut donc en déduire que cette élasticité se situe, à Londres, entre -3 et -5 en moyenne, selon les marchés.

Une étude effectuée par la Banque d'Angleterre elle-même, en 1986, avant le Big Bang, estimait que la réduction du droit de timbre de 1 point de pourcentage (ce qui signifiait sa disparition) stimulerait l'activité de 70 % (THOMAS, 1986, p.125).

Cette suppression aurait équivalu à une diminution du coût de 28 % pour les petits montants, 49 % pour les montants de GBP 100 000 et 53 % pour ceux de 500 000 et plus. Cela aurait situé l'élasticité dans une fourchette de -1,4 à -2,5. Comme on le voit, l'augmentation d'activité a été bien plus importante que prévue.

Selon The Business Economist (1987, p.17), ce sont essentiellement les investisseurs institutionnels qui ont été motivés par la réduction des coûts. Les investisseurs privés sont beaucoup moins sensibles à cette baisse. Il est vrai aussi que cette diminution est moins importante pour les petits montants (cfr ch 4).

6.2 Le marché primaire

Bien que la dérégulation n'ait pas affecté directement le marché primaire, celui-ci en a profité car Londres a repris une importance considérable en tant que place financière. De plus, l'activité intense sur l'ensemble des marchés secondaires a fortement facilité les placements de titres nouvellement émis dans le public.

Cela s'est manifesté dès 1985, comme le montrent les chiffres ci-dessous :

Tableau 6.10 : Evolution des émissions de titres à Londres de 1982 à 1987

année	émissions d' actions (USD mios)	émissions d'obl. & de Fonds d'E. (USD mios)	montant total (USD mios)
1982	-	1 000	1 000
1983	-	2 000	2 000
1984	1 000	4 500	5 500
1985	500	15 500	16 000
1986	3 500	18 500	22 000
1987*	10 000	20 000	30 000

sources : a) 1982 à 1986 : The Treasurer, 1987, p. 29

b) 1987 : POLLOCK, 1987

* : Pour les 9 premiers mois de l'année

Il faut remarquer ici que les entreprises britanniques sont traditionnellement financées dans une large mesure par la Bourse, à l'inverse de ce qui se passe dans certains pays, comme la République Fédérale (Tendances, 7/11/1986, p. 136).

Annexe 6.1 Activité sur le marché des actions (britanniques et étrangères)

sources pour l'ensemble des tableaux : SEAQ, Topic, pp 10 074 et suivantes - The I.S.E. Fact Sheet, 1987)

6.1.1 Evolution annuelle de 1971 à 1987 sur le Listed Market

	Nombre de transactions	Valeur (GBP mios)
1971	5 258 345	13 377
1972	6 724 998	20 066
1973	4 954 799	17 079
1974	3 935 431	12 616
1975	4 768 515	17 547
1976	3 566 727	14 163
1977	4 434 522	20 168
1978	4 129 963	19 215
1979	4 111 774	24 106
1980	4 230 737	30 801
1981	3 944 495	32 387
1982	3 883 112	37 414
1983	4 726 273	56 131
1984	4 848 671	73 119
1985	5 567 796	105 554
1986	7 638 445	181 211
1987*	14 254 743	449 747

* : estimé sur base des 9 premiers mois de l'année (ne tient donc pas compte du fort accroissement de volume dû au krach)

6.1.2 Evolution mensuelle de l'activité sur le Listed Market (de avril 1986 à septembre 1987)

	Nombre de transactions	Valeur (GBP mios)
1986 : avril	741 901	18 144
mai	486 976	11 502
juin	483 812	11 507
juillet	531 018	13 145
août	475 145	11 422
septembre	456 799	12 594
octobre	837 541	15 307
novembre	835 240	21 460
décembre	948 536	22 813
1987 : janvier	1 009 837	27 830
février	1 236 212	31 049
mars	1 390 450	32 276
avril	1 028 063	27 310
mai	1 130 637	29 821
juin	1 241 506	37 343
juillet	1 478 759	41 974
août	1 119 774	53 842
septembre	1 055 819	55 865

6.1.3 Evolution mensuelle d'avril 1986 à septembre 1987 de l'activité sur l'USM

	Nombre de transactions	Valeur (GBP mios)	Nombre de soc. cotées
1986 : avril	32 789	195	336
mai	38 757	246	341
juin	30 224	230	345
juillet	31 437	248	346
août	27 907	252	352
septembre	24 884	196	357
octobre	36 620	338	365
novembre	38 478	290	360
décembre	38 058	213	368
1987 : janvier	52 890	290	359
février	57 465	366	363
mars	80 088	456	368
avril	91 043	596	372
mai	89 262	620	375
juin	88 244	593	368
juillet	166 652	1 845	366
août	90 842	871	369
septembre	69 086	612	-

6.1.4 Evolution mensuelle de l'activité sur le Third Market depuis sa création (26 janvier 1987) jusque août 1987

	Nombre de transactions	Valeur (GBP mios)	Nombre de soc. cotées
1987 : (janvier)	(1 123)	(5,1)	(9)
février	2 315	10,4	9
mars	1 867	5,9	10
avril	1 511	5,7	11
mai	2 715	7,8	13
juin	2 338	8,1	16
juillet	7 385	36,8	20
août	2 758	9,6	25

(source : SEAQ, septembre 1987)

Remarque : ces tableaux ne reprennent que le "Customer Business", c'est à dire les trois types de transactions suivants :

1° transaction effectuée directement avec un market maker, faite par un non-membre de l'ISE.

2° transaction effectuée pour un non-résident par un broker-dealer, qui traite à son tour avec un autre broker-dealer ou un market maker (l'ensemble = une transaction).

3° transaction où un broker-dealer arrange un marché entre deux clients non membres de l'ISE.

A l'opposé, une "intra market transaction" reprend une transaction réalisée entre firmes membres du Stock Exchange.

Annexe 6.2 : Activité sur le marché des Fonds d'Etat et des obligations (britanniques et étrangères)

6.2.1 : Evolution annuelle de 1971 à 1986

	Nombre de transactions	Valeur (GBP mios)
1971	1 365 004	50 816
1972	1 261 601	36 317
1973	1 066 704	38 690
1974	1 085 260	44 137
1975	1 261 873	76 490
1976	1 299 439	92 270
1977	1 650 105	153 166
1978	1 359 866	119 554
1979	1 334 131	144 831
1980	1 477 277	165 489
1981	1 343 827	158 280
1982	1 504 693	222 330
1983	1 279 210	231 456
1984	1 202 429	291 557
1985	1 141 667	284 920
1986	1 209 767	465 054
1987*	1 596 836	1 218 077

* : estimé sur les 9 premiers mois de l'année (ne tient donc pas compte du fort accroissement d'activité dû au krach d'octobre 87)

6.2.3 : Evolution mensuelle d'avril 1986 à septembre 1987

	Nombre de transactions	Valeur (GBP mios)
1986 : avril	121 295	41 817
mai	95 330	29 226
juin	89 849	27 391
juillet	96 151	29 109
août	75 517	23 356
septembre	82 407	30 056
octobre	96 421	33 860
novembre	130 841	70 874
decembre	108 718	61 894
1987 : janvier	103 562	88 818
février	134 225	85 684
mars	176 313	132 790
avril	132 599	99 260
mai	130 711	101 570
juin	131 712	111 295
juillet	143 708	100 964
août	115 470	86 844
septembre	127 688	106 343

source : SEAQ, septembre 1987 - The ISE Fact Sheet, octobre 1987

Annexe 6.3 Activité sur le marché des options traitées sur l'ISE
(janvier 1986 à septembre 1987)

Valeur (GBP mios)

1986 :	janvier	1 430
	février	1 534
	mars	1 680
	avril	1 899
	mai	1 600
	juin	1 587
	juillet	1 625
	août	1 720
	septembre	1 811
	octobre	2 011
	novembre	2 329
	décembre	2 329
1987 :	janvier	2 540
	février	3 455
	mars	3 816
	avril	3 422
	mai	3 902
	juin	4 806
	juillet	4 669
	août	4 374
	septembre	5 017

source : SEAQ, septembre 1987 - The ISE Fact Sheet, octobre 1987

CHAPITRE 7. CONTROLE INTERNE ET EXTERNE DU MARCHÉ : LA PROTECTION DE L'INVESTISSEUR

7.1. L'organigramme mis en place par le Gouvernement

Au début des années 80, il est devenu clair que les anciennes protections des investisseurs, basées sur le Prevention of Fraud Act de 1958, étaient devenues insuffisantes face à la croissance rapide et à la diversification du secteur financier en Grande-Bretagne.

L'augmentation des risques de pertes et d'agissements répréhensibles allant de pair avec la libéralisation et l'internationalisation des marchés, les autorités financières ont été incitées à augmenter la surveillance de ceux-ci.

C'est en novembre 86 que fut promulgué le Financial Services Act, après avoir été amendé de nombreuses fois. Il a introduit une structure d'auto-régulation du marché, permettant la rapidité et la flexibilité, combinées avec une protection accrue de l'investisseur.

Cette loi, dont l'application ne sera effective qu'à la fin 88, a délégué au Securities and Investment Board (SIB) des pouvoirs d'investigations sur l'ensemble des marchés des titres, sauf celui des Gilts (Fonds d'Etat). Ce dernier est supervisé par la Banque d'Angleterre. Le SIB, quant à lui, dépend du Secrétaire d'Etat au Commerce et à l'Industrie. Il est néanmoins financé par les sociétés qu'il contrôle.

On retrouvera à l'annexe 7.1 les principaux points du Financial Services Act ; remarquons que, après l'affaire Guinness (datant d'avant la dérégulation), la loi a étendu les pouvoirs du Secrétaire d'Etat pour empêcher l'insider trading.

Le tableau 7.1 montre les organismes surveillant l'ensemble des marchés financiers et de capitaux. Remarquons qu'à côté des trois régulateurs importants existe un "Takeover Panel" qui surveille les fusions et les prises de contrôle de société.

Tableau 7.1 : The Regulators

The regulators			
Securities and Investments Board	Department of Trade and Industry	Bank of England	Takeover Panel
Securities markets excluding gilts Futures markets Unit trusts Insurance broking Fund management Investment advice Corporate finance advice	Insurance companies Company law compliance including prospectuses, insider dealing, commercial fraud Some responsibility for unit trusts, Lloyds	Gilts markets Wholesale money and foreign exchange markets Bullion Banking	Takeovers and mergers

source : "Big Bang", Euromoney, 1986, p. 86

Dépendant du SIB, les Self Regulatory Organisation (SRO) veillent à ce que les sociétés ne commettent pas d'irrégularités vis-à-vis du Stock Exchange ou de leurs clients. La loi prévoit que les SRO sont responsables vis-à-vis des investisseurs si une société n'est plus capable de remplir ses engagements envers ceux-ci. Cela incite naturellement les SRO à être vigilantes !

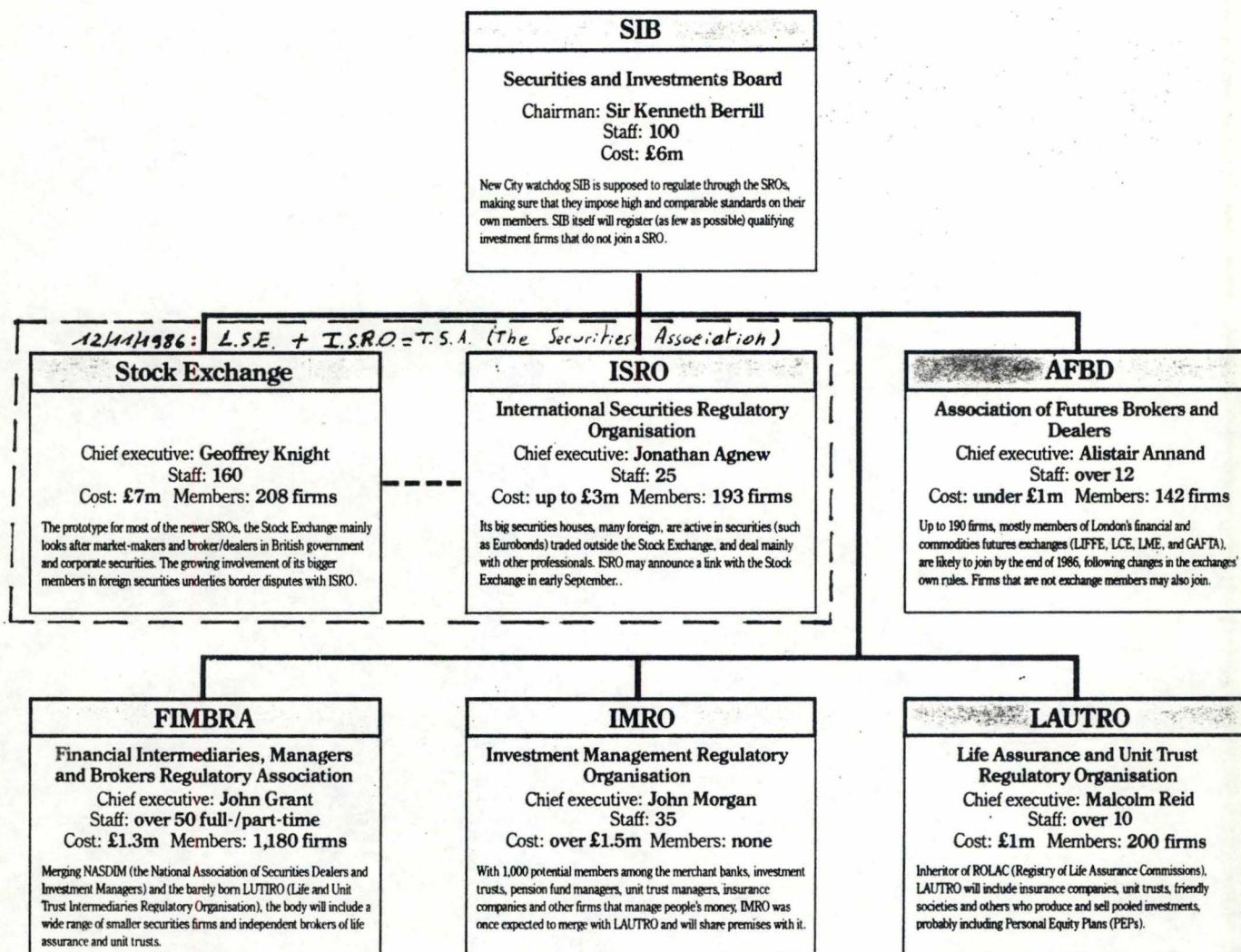
Comme on l'a vu au ch. 3, deux des six SRO existant en 1986 ont fusionné en novembre 86 : l'International Securities Regulatory Organisation (ISRO) et le London Stock Exchange (LSE). Ils ont formé l'International Stock Exchange (ISE) qui est chargé de l'organisation du marché et, parallèlement, une nouvelle SRO : The Securities Association (TSA). En effet, la régulation et l'organisation d'un même marché ne peuvent être effectués par le même organisme, depuis le Financial Services Act.

Les SRO disposent de diverses armes vis-à-vis de leurs affiliés : celles-ci peuvent prendre la forme de réprimandes privées ou publiques ou même d'un retrait d'autorisation d'exercer une activité d'"investment business", en plus évidemment d'une éventuelle poursuite en justice.

Le tableau 7.2 montre l'organigramme tel qu'il était avant la fusion du LSE et de l'ISRO :

Tableau 7.2 : The Regulatory framework in the UK (before merging LSE - ISRO)

The regulatory framework



source : "Big Bang", Euromoney Publication, 1986, p. 82 (from : The Economist).

Pour faire de l'"investment business", il est obligatoire soit d'appartenir à une SRO, soit d'être directement autorisé par le SIB dont dépendent les différentes SRO.

De l'avis unanime des personnes interrogées à Londres, le Big Bang n'a en aucune façon augmenté les dangers de fraude ou de malversation, grâce aux efforts faits pour protéger l'investisseur.

7.2 Le contrôle interne : le rôle du Compliance Officer

Une inquiétude que les autorités britanniques ont eue lors de la préparation de la dérégulation concernait les possibilités de conflit d'intérêts lors du regroupement de fonctions jadis séparées.

En effet, certains intermédiaires possèdent des informations confidentielles : les Inter Dealer Brokers, par exemple, ont connaissance des positions des market makers qui s'adressent à eux (à moins que ceux-ci n'utilisent en même temps les services de plusieurs IDB). Un IDB malhonnête pourrait facilement, grâce à ces informations, conseiller le market maker qui travaille dans la même société que lui. En effet, les vastes regroupements qui ont suivi la dérégulation ont souvent rapproché des fonctions qui étaient auparavant séparées.

C'est pour éviter ce genre de pratiques frauduleuses que la majorité des sociétés ont établi, de leur propre chef, des "Chinese Walls" après le Big Bang.

Les Chinese Walls consistent en un système qui limite les flux internes d'information entre les différents départements d'une société ou les différentes firmes d'un groupe.

Ils peuvent être comparés aux règles de déontologie que nous connaissons dans de nombreuses professions. Dans la pratique, ils prennent généralement la forme de règlements internes imposés par la société elle-même ; cette auto-réglementation est d'ailleurs dans la droite ligne du Financial Services Act qui a confié la surveillance des marchés aux Self Regulatory Organisation.

Pour veiller à ce que ces règles et procédures internes soient compatibles avec les lois et règlements d'une part et qu'elles soient effectivement respectées dans les différents départements d'autre part, les sociétés utilisent les services d'un (ou de plusieurs) "Compliance Officer".

Cette fonction n'est pas née avec le Big Bang mais elle a pris de l'importance à partir de ce moment (The Treasurer, Juin 87, p.43). On voit même se créer des "Compliance Department", comme dans le Mercury Group : le département a une organisation propre

et exerce son contrôle librement à l'intérieur de la firme. De plus, les Compliance Officer tentent d'identifier les problèmes potentiels pouvant découler de situations particulières (ex : employé dont le conjoint travaille dans une société concurrente) et de trouver le meilleur moyen de les résoudre. Ils exercent donc une fonction de "contrôle interne" proche de celle que nous connaissons en Belgique (DE SAMBLANX M-J., fév. 88).

Il nous a été difficile de constater l'efficacité des Compliance Officer mais il apparaît que l'ensemble des sociétés membres de l'ISE souhaitent voir se développer cette fonction de contrôle.

Une des raisons est probablement que, en cas de démêlés avec le SIB ou la SRO qui la contrôle, un système de procédures fiables et respectées sera certainement un atout majeur pour la société qui le possède.

7.3 La protection effective de l'investisseur : le rôle de la concurrence

La protection de l'investisseur institutionnel n'a jamais posé problème. En effet, leur importance les met à l'abri d'une négligence ou d'une malveillance de la part d'un intermédiaire financier.

Pour les investisseurs privés, on aurait pu craindre que la suppression de la "Single Capacity" aurait été synonyme de disparition de la protection dont ils jouissaient avant la dérégulation.

En pratique, il n'y a pas eu, à notre connaissance, de problèmes pour les petits investisseurs depuis la mise en service du SEAQ (si ce n'est les fréquents retards dus à la surcharge d'activité, mais c'est un autre sujet : cfr le ch 9).

En effet, on a vu dans ce chapitre que le Financial Services Act avait permis de maintenir la sécurité dans l'ensemble des marchés. Il aura même accru la sécurité du client dans certaines circonstances : par exemple, quand un broker doit conseiller son client. THOMAS (1986, p.136) nous explique la procédure mise en place quand le broker a un intérêt dans l'opération :

"In giving investment advice, brokers may be tempted to place their own interest before that of the client. To counter this, firms are obliged to disclose any material interest they may have in particular securities in which the client expresses an interest. Provided the client is aware that his broker has an interest, then he can make a decision accordingly. Full disclosure is the best protection for the interest of the investor. Prohibiting the broker from doing anything except bare executions serves no purpose."

De plus, nous avons vu au chapitre 3 qu'il n'y avait, fin 87, que 27 % des transactions qui se faisaient directement avec un market maker. Une des explications avancées était la sécurité offerte par l'intermédiation d'un broker. Rappelons que l'ensemble des transactions faites par les "petits" investisseurs ne représentent qu'environ 50 % du volume total. On peut en déduire que toutes les transactions privées passent donc par un broker. Un market maker refusera d'ailleurs généralement d'exécuter un ordre provenant d'un client privé. Le market making Department de James Capel (Gilts), par exemple, traite exclusivement avec les institutionnel et les brokers (K. JONES, oct. 87).

Cela facilite les opérations pour les teneurs de marché et c'est un facteur de sécurité pour l'investisseur privé car le broker à qui il s'adresse est mieux à même de défendre ses intérêts.

Enfin, la concurrence instaurée depuis la dérégulation joue, ici aussi, un rôle important.

En effet, les brokers ont fait d'importants efforts pour attirer les investisseurs depuis qu'ils ne sont plus des intermédiaires obligés.

On a vu, au chapitre 3, la diminution des commissions ; de plus, la gamme des services proposés s'est étendue (cfr annexe 4.5). A côté de cela, les brokers ne pourraient se permettre de léser ou de négliger un client, sous peine de perdre la confiance des investisseurs, tant privés qu'institutionnels. En effet, la concurrence est devenue telle que la moindre faute se payerait très cher (perte de parts de marché, ...).

The Financial Services Act

The main features

The Financial Services Act 1986 is the most comprehensive overhaul of legislation regulating the conduct of investment business for over forty years. The Act:

- defines investments and investment business and gives the Secretary of State for Trade and Industry the power to amend these definitions if circumstances require it;
- requires anyone conducting investment business to be authorised and provides for their regulation. The conduct of investment business without authorisation becomes a criminal offence carrying the penalty of fines and imprisonment;
- covers the marketing activities of life insurance companies but without affecting arrangements under the Insurance Companies Act, 1982;
- provides for the authorisation of both the managers and the independent trustees of unit trusts and other collective investment schemes;
- provides for the establishment of an industry-wide compensation scheme;
- consolidates the law on the offering and listing of securities;
- extends earlier legislation on insider dealing, by giving inspectors appointed by the Secretary of State increased powers to question people on oath and to obtain evidence;
- makes provision for exchanges of regulatory information, not only between supervisors within the financial services regime but also between financial services supervisors and those responsible under other legislation (eg the Bank of England, the DTI, the Building Societies Commission), and, in certain circumstances, overseas regulatory authorities;
- enables the Secretary of State (or the Treasury with regard to banking business) to prevent a firm connected with any foreign country from doing investment, banking or insurance business in the United Kingdom if he considers that UK firms do not have access to financial markets in the firm's home country comparable to that available in the United Kingdom (the 'reciprocity' provision).

The framework

The primary objective of the Act is the establishment of a regulatory framework based on the Secretary of State's powers to authorise and regulate investment business. Most of these powers are expected to be delegated to the Securities and Investments Board (SIB), a private sector body. Although the SIB will be able to authorise investment businesses, it is likely that most firms will seek authorisation via membership of one or more of the recognised Self Regulating Organisations (SROs). In order to achieve recognition, an SRO will need to satisfy the SIB that it can regulate its members effectively. SRO requirements will need to be at least as exacting as those facing an institution directly authorised by the SIB. Each SRO will have a 'scope' rule defining the extent of its regulatory competence, and limiting the types of activity that its members can undertake.

Investment businesses have to be fit and proper, and to adhere to conduct of business rules. The Act does not set down detailed conduct of business rules; this task falls to the Secretary of State, and through him, the SIB. SROs must have equivalent rules. The Act establishes the subjects to be covered in the rules, which include: with whom business may be conducted; the manner of market making; the content of advertisements; the disclosure of payments or commissions; Chinese walls; stabilisation of the prices of new issues; arrangements for the settlement of disputes; the keeping of records; capital adequacy. The SIB has the power to direct an SRO to change a rule that is judged not to meet the test of equivalence. Breaches of conduct of business rules and of scope rules are civil, not criminal, offences. The Act does, however, make it a criminal offence for anyone to make a false or misleading statement or to create a deliberately false or misleading impression of the price or value of an investment.

The Act provides for the regulation of the professions, such as accountants and solicitors, who carry out investment business incidental to their main activities. If recognised by the SIB, the various professional bodies will be able to certify their members to carry on investment business. To obtain recognition, these bodies will need to have adequate rules to protect investors.

The legislation also establishes the concept of a recognised investment exchange (RIE). The SIB will be able to recognise an RIE if it is satisfied that the exchange has adequate financial resources and provides a fair and efficient market. Where clearing and settlement arrangements are provided by a separate body, this, too, will need to be recognised. Trading on an RIE will not be obligatory, but the SIB will require comparable investor protection for transactions not conducted through an RIE, which may involve firms in more onerous reporting and disclosure.

The Council of The Stock Exchange will continue to be responsible for admitting securities to listing and making rules on listing. The Act replaces The Stock Exchange (Listing) Regulations 1984, which implemented through statutory instrument the three EC directives on listing. For unlisted securities the Act replaces the prospectus and public offer provisions of the Companies Act 1985 and the Prevention of Fraud (Investments) Act 1958. The Secretary of State, under the Financial Services Act, will be able to make rules governing the information a prospectus must contain and to specify where a prospectus is required. A recognised investment exchange must have rules equivalent to those drawn up by the Secretary of State in respect of offers of unlisted securities.

Certain groups, who might otherwise have been deemed to be undertaking investment business, are excluded from the full scope of the legislation. These include organisations such as the Bank of England, recognised investment exchanges and clearing houses, Lloyd's, and various official bodies. The Act also allows non-investment businesses which are primarily customers of the financial services industry to apply for permission to carry on investment business without authorisation if they can satisfy the SIB that, among other things, their main business is not investment. This category of 'permitted persons' is likely to include corporate treasuries, some of whose activities may resemble investment business. A final exclusion relates to wholesale money markets, and is described in the note on page 63.

The future regulation of the wholesale markets in sterling, foreign exchange and bullion

Section 43 of the Financial Services Act provides for the exemption of certain transactions undertaken by particular institutions in an area broadly defining the wholesale markets in sterling, foreign exchange and bullion. The background to and purpose of this exemption, together with the framework of regulation which it is proposed to establish in this area, are set out in a consultative paper, published jointly by HM Treasury and the Bank of England in December 1986: copies are available from the Wholesale Markets Supervision Division of the Bank.

The wholesale money markets are generally recognised as constituting a distinct and coherent area; the main participants are professional operators, typically dealing in large amounts. The Government has decided that, in order to avoid unnecessary duplication of supervision, these markets should in future be subject to a single system of non-statutory regulation, for which the Bank should have responsibility as the natural regulatory authority. The Bank has for many years exercised general oversight over significant parts of these markets; many of the trading institutions involved are banks already supervised by the Bank; and the Bank is itself active in a number of the markets daily and has considerable operational experience and understanding of them.

The wholesale markets are defined in terms of a three-fold classification by the particular instruments, the size of transactions and the institutions involved. By *instrument*, the relevant markets cut across the boundary defining investment business in the Financial Services Act. Thus some wholesale market transactions, for example in Treasury bills, certificates of deposit, commercial paper, short-term local authority paper and financial futures and options, would fall within its scope; but wholesale sterling and currency deposits, foreign exchange and bullion transactions, with which the Bank will also be concerned, would be outside the Act. By *size*, mostly large-scale transactions are involved, with minimum limits of £100,000 (or the currency equivalent) for most cash instruments and £500,000 for those including futures, options or swaps. The *institutions* concerned are either specialist brokers or principals acting on their own account, in a general market-making sense.

Central to the Bank's regulation will be a list of institutions entitled to benefit from the Section 43 exemption. The Bank will need to be satisfied that these institutions satisfy certain criteria, which have to be approved by HM Treasury, as follows:

An applicant will need to satisfy the Bank that it is 'fit and proper', by reason of its capital, managerial and operational resources, its standards of business conduct and its high reputation and standing, to undertake the particular activity. In determining whether an applicant meets this condition, the Bank will therefore take into account the following factors:

- (i) *that the financial position of the applicant is sound;*
- (ii) *that its ownership structure does not result in any unacceptable conflicts of interest, nor is in any other way a source of potential weakness;*
- (iii) *that its management and staff are of high quality and appropriate experience and that its systems are effective;*

- (iv) *that its reputation in the market place is good; and*
- (v) *that it is able and willing to adhere to an undertaking to observe appropriate Code(s) of Business Conduct, specified by the Bank from time to time.*

A firm applying for inclusion on the list will be required to submit a business plan setting out the type or types of activity it intends to undertake, including types of instrument in which it intends to trade. Its permitted scope will be limited to those activities agreed with the Bank, subject to review.

These conditions, together with the arrangements the Bank proposes to make for admission and removal from the list, are spelt out in greater detail in the paper. In particular it is made clear that all listed institutions will need to satisfy capital adequacy tests designed to ensure that the risks they take are not disproportionate to the firm's own resources.

Many listed institutions will already be subject to such tests, set by other regulatory authorities in the United Kingdom or overseas. The Bank itself already monitors the capital of institutions authorised under the Banking Act, as well as the market makers and certain other firms operating in the gilt-edged market. In such cases the tests will already take into account the capital needed to support the firm's wholesale market activity, and no separate tests will be applied. In cases where the tests are set by another supervisor, eg the Building Societies Commission in the case of building societies, the Bank will discuss with that other supervisor how best to reduce unnecessary supervisory overlap and may delegate the assessment of capital adequacy to it.

The paper describes the capital adequacy tests to be applied to those listed institutions not otherwise supervised, whether acting as principals or brokers. Illustrative numbers are provided for non-bank principals' straight open positions, in different classes of asset, distinguished also by maturity. The treatment of matched positions is also discussed.

In addition to the capital adequacy criterion, the Bank will need to be satisfied that sufficient managerial resources are available within each firm to conduct effectively the activity described in its business plan; and that its managers and directors have the knowledge, experience and good reputation necessary for their intended responsibilities. Adequate control systems and accounting records will also need to be maintained. The Bank will also be concerned to ensure that the ownership of listed firms does not represent a source of potential financial weakness nor give rise to unacceptable conflicts of interest.

An annex to the paper sets out a London Code of Conduct, designed to reflect current best market practice for transactions in traditional sterling and foreign exchange instruments. It will be extended to cover trading in the newer instruments, like swaps, FRAs, options and futures; and also the bullion market.

Comments on the paper are invited by end-February: a final paper will be published as soon as possible thereafter and applications then invited from institutions to become listed.

TROISIEME PARTIE : EVALUATION DES DIFFERENTS CHANGEMENTS APPORTES
ET PERSPECTIVES D'AVENIR POUR LE STOCK EXCHANGE ; LES CONSEQUEN-
CES POUR LA BOURSE DE BRUXELLES

CHAPITRE 8. EVALUATION DES CHANGEMENTS APPORTES AU STOCK EXCHANGE

8.1 Le système SEAQ : les raisons d'un choix

Lorsque la dérégulation fut décidée, il fallut choisir entre deux systèmes boursiers radicalement différents : celui existant sur les marchés centralisés, dirigés par les ordres, avec le New York Stock Exchange à leur tête et celui du type NASDAQ, dirigé par les prix où le marché est décentralisé et tenu par différents contrepartistes.

Nous ne nous attarderons pas ici à étudier les avantages et inconvénients de ces deux types de marché : une comparaison a été faite à ce sujet par PICARELLE (1987, ch.4).

La Bourse de Londres a préféré le système de type NASDAQ et a créé le SEAQ qui en est une version légèrement améliorée. Nous en voyons ici les raisons principales.

8.1.1 Un marché traditionnellement dirigé par les prix

Dans la pratique, le choix du système NASDAQ était presque inévitable car le marché fonctionnait depuis près de deux siècles de façon décentralisée.

Le profond changement dû au Big Bang aurait été un bouleversement total si les autorités avaient décidé de changer l'organisation même du marché.

Selon R. Baker (Citicorp, Scrimgeour & Vickers Company, Market Making Dept, sept. 87), cela aurait été extrêmement difficile à faire admettre par les intermédiaires financiers et cela aurait probablement engendré de graves difficultés.

De plus, la Bourse de Londres a toujours fonctionné sans problème depuis le 18^{ième} siècle avec ce système. Il n'y avait donc aucune raison de le changer. A côté de cela, l'adoption du système NASDAQ permettait aux investisseurs le souhaitant de continuer à bénéficier de l'intermédiation d'un broker ; on a vu au point 4.1 que 71 % des investisseurs utilisaient encore leurs services.

L'idée d'un ordinateur central, à la Bourse, qui aurait fait fonction de "teneur de marché" en établissant des prix moyens et auquel se seraient adressés les brokers, en supprimant totalement la notion de market maker était donc totalement irréaliste.

8.1.2 L'avantage du SEAQ en période de crise

Lors du krach du 19 octobre 87, on a pu voir combien une vue complète et immédiate sur l'ensemble du marché était utile. En effet, l'investisseur devait savoir à tout moment à quel niveau se trouvait le marché pour pouvoir décider instantanément des opérations à effectuer. L'inconvénient d'une telle transparence est évidemment d'accélérer un éventuel mouvement de panique de la part des investisseurs, mais on ne peut reprocher à la Bourse de faire connaître trop rapidement l'information aux investisseurs !

Depuis la dérégulation, le SEAQ a donc montré son efficacité tant dans un "bull market" (marché à la hausse) que dans un "bear market" (marché à la baisse).

A côté de cela, on a vu les problèmes d'un marché centralisé comme celui de New-York où le "programme trading" qui agissait sur l'ordinateur central a eu des conséquences catastrophiques, en engendrant des vagues de ventes successives.

8.1.3 La flexibilité du système NASDAQ-SEAO

On a vu au point 2.3.3 que le changement le plus important apporté au Stock Exchange avait probablement été l'ouverture du marché aux sociétés financières étrangères. L'arrivée de celles-ci ne s'est pas faite en une fois et elle n'est probablement pas encore terminée. Il fallait donc un système boursier flexible, qui permette aux nouveaux brokers ou market makers de se connecter facilement au marché et surtout d'utiliser aisément la nouvelle technologie à Londres.

Du point de vue de la connection, il est très facile d'ajouter ou de retirer des terminaux au réseau du SEAO. D'autre part, les sociétés américaines telles que Citicorp, Merrill Lynch ou Chase Manhattan ainsi que les importantes maisons de titres japonaises utilisent toutes le réseau NASDAQ aux Etats-Unis.

Nous avons d'ailleurs vu au point 1.3.1 l'expansion très rapide que connaît ce réseau aux USA face aux Bourses dirigées par les ordres. Le nombre de sociétés se faisant coter sur le NASDAQ a d'ailleurs augmenté de 77 % de 1976 à 1986, alors que le nombre de titres cotés sur le NYSE était stable durant cette période et que l'AMEX voyait sa cote s'appauvrir de 30 % (NASDAQ, 1987 - PICARELLE, 1987, annexe 4.1). Actuellement, le NASDAQ est le marché boursier officiel où sont cotés le plus de titres (4417 en 1986) dans le monde entier (ERNST, 1988, p.3).

Il était donc tout indiqué d'installer à Londres le système NASDAQ, vu qu'il conciliait le fonctionnement traditionnel du Stock Exchange avec la technologie la plus moderne et la plus adaptée, tant aux marchés qu'aux nouveaux utilisateurs.

8.1.4 Une interconnexion facile entre Bourses

Nous avons déjà vu, au point 3.1, que le Stock Exchange avait pu fusionner avec l'International Securities Regulatory Organisation grâce à la dérégulation. En marge de cela, depuis le mois d'avril 86, une liaison entre le système SEAQ et le système NASDAQ a été mise sur pied ; elle doit être achevée en 1989. Pour l'instant, elle ne concerne encore qu'un système d'échange d'information (Investors Chronicle, 28/11/86, p.40). A l'avenir, cette connexion pourrait permettre la mise sur pied d'un système de négociation sur écran (screen dealing), bien qu'aucun des deux réseaux n'en soit encore doté (PICARELLE, 1987, p.81).

Cette liaison est d'autant plus facile que les deux systèmes sont très proches, tant dans leur conception que dans leur fonctionnement. Il est certain que le NASDAQ et le SEAQ tenteront, à l'avenir, d'imposer leur système boursier, face au système traditionnel des autres Bourses.

8.2 La transformation de la Bourse en place financière

8.2.1 La disparition du "floor" du Stock Exchange

Quelques mois après la dérégulation, le "floor" de la Bourse était complètement déserté. Actuellement, on n'y réalise plus qu'une partie des transactions en options de l'ISE. Le SEAQ aura donc révolutionné les habitudes des intermédiaires financiers en remplaçant la cotation à la Bourse même par la technique de cotation sur écran.

Cela a provoqué un choc culturel considérable pour l'ensemble de ceux qui étaient habitués au fonctionnement traditionnel du Stock Exchange. Pour certains, la disparition du contact avec leurs confrères a été difficile (Les Echos, 27/11/87, p.17). Dans l'ensemble néanmoins, cette transformation a été bien accueillie, vu les résultats de la dérégulation.

8.2.2 L'entrée en force des sociétés étrangères dans la City

On a vu au point 2.3.3 que le Big Bang avait permis aux sociétés étrangères de contrôler à 100 % des firmes britanniques ou même d'entrer directement sur le marché.

Les résultats ne se sont pas fait attendre : en 1984, par exemple, la part de marché des sociétés japonaises dans les transactions faites à Londres était de 5 % ; début 87, elle était estimée à 22 % (Euromoney, avril 87, p.80). Pour l'exercice 86, les quatre sociétés japonaises les plus importantes établies à Londres ont fait GBP 100 mio de profit. A côté de cela, il faut remarquer que l'ensemble des sociétés japonaises emploient 4 500 personnes, sur les quelque 18 000 travaillant en liaison avec le Stock Exchange (The Treasurer, juin 87, p.40).

Fin 87, sur les 170 firmes membres du Stock Exchange, 40 étaient étrangères. Parmi ces 40, on en comptait 8 venant de la CEE (Générale de Banque, sept 87, p.34).

Pour accélérer la réforme de la Bourse, le gouvernement conservateur n'a en effet pas pris de mesures transitoires permettant aux sociétés britanniques de renforcer leur structure financière, avant que n'arrivent les groupes étrangers

(Tendances, 7/11/86, p.136). On peut trouver cela regrettable, mais, selon D. Goode (Banque Belge, sept. 87) : "Il fallait faire quelque chose sans tarder, car on assiste à une globalisation des marchés financiers". De plus, si la plupart des brokers ont perdu leur indépendance, ils n'ont pas tous été rachetés par des groupes étrangers, loin de là.

8.2.3 Les conclusions que l'on peut tirer de ce changement

Par son ouverture totale aux sociétés étrangères et sa fusion avec l'ISRO, le Stock Exchange est la première Bourse nationale européenne à s'allier à une place financière aux dimensions internationales, celle de Londres dans son ensemble. Grâce à cela, nous pensons qu'elle pourrait bien devenir la première Bourse à dimension vraiment internationale par laquelle passeront la plupart des investisseurs institutionnels européens.

Depuis fin 83, et surtout à partir de fin 86, date de la dérégulation, la capitalisation boursière du Stock Exchange a très nettement augmenté (cfr annexe 8.1). On remarquera également à l'annexe 8.1 que l'ISE est la seule Bourse à tenir tête à la Bourse de Tokyo qui a connu une formidable expansion, alors que la capitalisation boursière relative de New-York diminue.

Ceci est largement dû à la dérégulation dans son ensemble et à l'ouverture de la Bourse en particulier.

Selon nous, le prix payé par le Stock Exchange lors du Big Bang n'a donc pas été trop élevé, au vu des résultats obtenus. Dans les prochaines années, il est d'ailleurs probable que Londres consolide son rôle de leader européen.

8.3 L'instauration d'une concurrence active parmi les membres du Stock Exchange

Rappelons que, en même temps que le gouvernement de Mme Thatcher procédait à la libéralisation de l'ensemble des marchés, il accompagnait celle-ci du Financial Services Act (cfr ch. 7) afin de définir un "code de bonne conduite" pour le nouveau marché.

Nous avons vu, au chapitre 4, que les intermédiaires financiers avaient profité, dans leur ensemble, du Big Bang. Les brokers ont vu leurs revenus augmenter, malgré le fait que la concurrence ait été introduite parmi eux, et cela grâce au très fort accroissement d'activité (cfr ch. 6). Nous avons néanmoins remarqué que les sociétés de taille moyenne étaient menacées dans les années à venir. Les sociétés de market making, quant à elles, ont vu la concurrence s'intensifier nettement avec l'arrivée des sociétés étrangères. Il y aura probablement certaines cessations d'activité dans la cotation de titres britanniques, mais, selon toute vraisemblance, elles seront compensées par le développement du marché des euro-equities à Londres.

Au chapitre 5, nous avons constaté que ceux qui profitaient le plus de la dérégulation étaient les investisseurs. Ceci est d'ailleurs dans la droite ligne du gouvernement conservateur qui n'a eu de cesse de développer l'actionnariat britannique. Parmi les investisseurs, les institutionnels sont ceux qui ont vu leurs coûts de transaction diminuer le plus.

D'autre part, l'augmentation d'activité a fortement accru la liquidité sur l'ensemble des marchés (cfr ch. 6) ; les investisseurs ont donc, dans leur ensemble, moins de difficulté à trouver une contrepartie.

Le passage d'une situation d'oligopole (et même parfois de monopole) du marché boursier britannique à une situation de saine concurrence a donc été extrêmement bénéfique à l'ensemble des intervenants. De plus, elle a permis à la Bourse de reprendre un rôle de premier plan, face à celles de New-York et de Tokyo.

L'instauration de cette concurrence aurait d'ailleurs été inévitable avec la réalisation du marché européen de 1992. Les Britanniques n'ont donc fait qu'anticiper le mouvement général ; remarquons que la Bourse de Paris a suivi le même chemin depuis lors.

8.4 Les problèmes non résolus par la dérégulation

8.4.1 Un manque de concurrence entre market makers dans les marchés les moins actifs

Dans les chapitres précédents, nous avons vu les effets positifs de la dérégulation sur l'ensemble des marchés. On a notamment vu, au point 4.2.4, que l'ensemble des titres cotés avaient profité de l'accroissement de liquidité, tant les "blue chips" (actions alpha) que les petites sociétés de l'USM ou du Third Market.

Cependant, un inconvénient subsiste dans le nouveau marché, vu le système du "market making" : les titres peu traités ne sont souvent cotés que par deux contrepartistes (voir même un). Ceux-ci peuvent dès lors imposer des spreads considérables (jusqu'à 10 ou 15 % du prix de l'action !). En effet, la concurrence est moindre, voire inexistante, sur ces marchés étroits. La situation d'oligopole continue donc d'exister dans certains sous-segments du marché.

Rappelons que cet inconvénient n'est dû en aucun cas à la dérégulation, puisque les jobbers exerçaient auparavant les fonctions des market makers actuels et que ces problèmes se posaient déjà. On peut simplement regretter que les teneurs de marché actuels ne s'intéressent pas plus aux petites sociétés ; en effet, cela augmenterait la concurrence dans ces marchés.

Cependant, le Big Bang aura quand même eu un effet favorable pour les quelques sociétés "délaisées" car l'information fournie par le SEAQ permet aux investisseurs de mieux connaître les conditions que proposent un market maker, et notamment le spread qu'il pratique pour le titre considéré.

L'idéal, en ce qui concerne la cotation des titres de petites sociétés, nous paraît être le système en vigueur à la Bourse de Bruxelles où le "teneur de marché" établit un cours moyen sans que l'investisseur n'encoure de frais.

Précisons ici que, vu que le système boursier est totalement différent en Belgique et au Royaume-Uni, le teneur de marché à Bruxelles ne correspond absolument pas au market maker britannique (que nous traduisons néanmoins par "teneur de marché" ou

"contrepartiste"). En effet, le teneur de marché britannique a des stocks de titres qu'il gère pour son propre compte, ainsi qu'on l'a vu précédemment.

Par contre, le teneur de marché bruxellois est "un agent de change spécialisé en une ou plusieurs valeurs dont il fait office de centralisateur pour les ordres d'achat ou de vente de ce(s) titre(s) recueillis par d'autres intermédiaires... Il régule aussi le marché en achetant et en vendant des titres pour aider à atteindre un équilibre" (ERNST, 1988 (a), p.10). Il faut d'ailleurs remarquer que cette activité de régulation peut être source de profit, si elle est exercée judicieusement.

On voit donc la différence entre les deux notions de teneur de marché, à Londres et à Bruxelles : alors que le teneur de marché bruxellois n'a qu'un rôle de centralisateur (tout en assurant une rencontre de l'offre et de la demande par l'achat ou la vente de la différence entre les deux, au cours qu'il établit), le market maker britannique achète et vend à son propre compte les titres qu'on lui propose et pour lesquels il est teneur de marché.

A côté du risque de spreads exagérés que l'on vient de voir, il y a toujours la possibilité pour le market maker de prendre une position opposée à celle de l'un ou l'autre de ses clients ; ce risque, une fois encore, est plus important dans les marchés peu actifs. En effet, l'intervention du market maker sur son marché, alors qu'il connaît la tendance de celui-ci et les limites des investisseurs, aura plus d'influence dans un marché restreint.

Cependant, ceci est vrai pour toute Bourse, quel que soit le système boursier en vigueur, et la dérégulation n'aurait pas pu améliorer la situation.

8.4.2 Une lenteur de traitement des petits ordres

En Grande-Bretagne, les actions sont nominatives dans leur grande majorité (notons au passage que cela ne pose pas de problème fiscal, vu que les taux de taxation ne sont nullement comparables aux nôtres). Tout changement de propriétaire des titres doit donc être enregistré dans l'entreprise concernée ; en pratique, les investisseurs ne reçoivent pas les titres qu'ils acquièrent, mais des certificats, nominatifs eux aussi.

Nous avons vu au ch. 6 que la dérégulation avait fait fortement augmenter l'activité sur l'ensemble des marchés. Or, les intermédiaires financiers n'ont pas été capables de faire face à cette surcharge de travail ; avant le Big Bang, le problème se posait déjà, mais dans une moindre mesure. Fin 87, le délai d'attente pour recevoir ses certificats pouvait aller jusqu'à un mois ! Cela pose de gros problèmes pour les investisseurs qui veulent revendre leurs titres car ils n'ont pas de preuve de leur propriété.

Ceci affecte principalement les petites transactions car les investisseurs institutionnels ont suffisamment de moyens de pression sur les intermédiaires financiers afin qu'ils accélèrent le traitement de leurs ordres.

L'investisseur privé, quant à lui, sera obligé de repasser par le même broker pour revendre rapidement ses titres car celui-ci est le seul à savoir si son client possède ou non les titres, même si ce dernier n'a pas encore les certificats.

Le Stock Exchange, quant à lui, conseille aux investisseurs de ne pas payer les brokers ou market makers, tant qu'ils n'ont pas reçu leurs certificats, afin de faire pression sur eux. Nous verrons au chapitre 9 la solution que le Stock Exchange est en train de développer pour faire face, à terme, à ce problème.

8.4.3 Problèmes liés à l'installation du SEAQ

Le 16 octobre 87, trois jours avant le krach, l'utilisation du SEAQ a posé problème. En effet, une tempête très violente s'est abattue sur Londres ce jour-là, privant l'ensemble de la ville d'électricité pendant une bonne partie de la journée. Le SEAQ, paralysé, a empêché toute transaction de se réaliser, vu le manque d'information. Un tel incident ne se serait pas produit avec le système traditionnel.

En plus de ce problème relativement mineur, un autre s'est posé avec acuité lors du krach boursier. Les market makers, étant obligés d'acheter tous les titres qui leurs sont proposés, voyaient leurs stocks de titres se gonfler anormalement, malgré la rapide baisse des cours.

Voyant cela, certains arrêterent pendant un moment de décrocher leurs téléphones pour ne pas être obligés de continuer à acheter massivement des titres. C'est la seule fois qu'un tel incident s'est produit, entraînant directement une sévère mise en garde du Stock Exchange. Sur le "floor" de la Bourse, cela n'aurait pas été possible. Remarquons que la concurrence actuelle entre market makers (cfr 4.2) ne leur permettrait jamais une telle conduite en temps normal.

Nous verrons, au chapitre 9, les mesures prises par le Stock Exchange pour que de tels incidents ne se reproduisent plus.

Annexe 8.1 : Evolution des capitalisations boursières - decembre
83 à decembre 87

Evolution des capitalisations boursières

	Fin decembre 1983		Fin decembre 1986			Fin decembre 1987		
	USD millions	%	USD millions	%	Indice 1983 = 100	USD millions	%	Indice 1983 = 100
USA	1.578	55,8	2.203	39,2	139,6	2.216	31,1	140,4
Japon	519	18,4	1.746	31,0	336,4	2.978	41,9	573,8
Royaume-Uni	208	7,4	440	7,8	211,5	664	9,3	319,2
RFA	83	2,9	246	4,4	296,4	207	2,9	249,4
Canada	122	4,3	166	3,0	136,1	201	2,8	164,8
France	38	1,3	150	2,7	394,7	154	2,2	405,3
Suisse	48	1,7	132	2,3	275,0	133	1,9	277,1
Italie	21	0,7	141	2,5	671,4	109	1,5	519,0
Australie	62	2,2	78	1,4	125,8	83	1,2	133,9
Espagne	9,2	0,3	42	0,7	456,5	76	1,1	826,1
Pays-Bas	29	1,0	73	1,3	251,7	74	1,0	255,2
Hong Kong	19	0,7	53	0,9	278,9	50	0,7	263,2
Suède	25	0,9	49	0,9	196,0	49	0,7	196,0
Belgique	10,5	0,4	36	0,6	342,9	42	0,6	400,0
Singapour	36	1,3	33	0,6	91,7	35	0,5	97,2
Danemark	10	0,4	15,1	0,3	151,0	19,3	0,3	193,0
Norvège	4,2	0,1	9,6	0,2	228,6	10,8	0,2	257,1
Autriche	1,5	0,1	5,3	0,1	353,3	7,0	0,1	466,7
Mexique	2,6	0,1	6,5	0,1	250,0	6,2	0,1	238,5
Total	2.826,0	100,0	5.624,5	100,0	199,0	7.114,3	100,0	251,7
C3 **		81,6		78			82,3	
Europe	487,4	17,3	1.339	23,8	274,7	1.545,1	21,7	317,0
Pacifique	636	22,5	1.910	34,0	300,3	3.146,0	44,2	494,6
Amérique	1.702,6	60,2	2.375,5	42,2	139,5	2.423,2	34,1	142,3

* : arrondi

** C3: part des trois premières capitalisations dans le total

Source: Morgan Stanley Capital International Perspective et calculs Générale de Banque.

CHAPITRE 9. PERSPECTIVES D'AVENIR POUR LE STOCK EXCHANGE

9.1 La résolution des problèmes actuels

Au point 8.4, nous avons vu les problèmes posés par la dérégulation ; ils proviennent principalement du très fort accroissement des volumes traités à Londres. Nous voyons ici les mesures prises par le Stock Exchange pour y faire face.

9.1.1 Le SEAQ Automatic Execution Facility (SAEF)

Ce système, dont la mise en service est prévue pour fin 88, permettra d'exécuter automatiquement des transactions portant sur des volumes inférieurs à 1 000 titres. Ces transactions représentent quelques 40 % du volume traité à Londres (Investors Chronicle, 28/11/86, p.40).

Le SAEF est comparable au Small Order Execution System (SOES) mis au point par la NASD aux Etats-Unis. PICARELLE (1987, pp 42 et 43) fait remarquer que ce système permet d'introduire des ordres qui sont :

- préférentiels ou non préférentiels, c'est-à-dire destinés à un contrepartiste spécifique ou non,
- entrés au prix du marché ou à un prix limité.

L'investisseur (ou le broker) utilisant ce système bénéficiera donc du même service que s'il passait par le système traditionnel.

Remarquons qu'il ne sera pas possible de négocier avec un market maker ; en pratique, nous avons déjà vu au point 4.1.1 que, pour de petites transactions, cette possibilité de négocier les conditions d'un contrat avec un market maker n'existait pas. Le nouveau système n'apportera donc pas de changement à ce point de vue.

A côté de cela, le SAEF permettra de conclure rapidement et efficacement un contrat, vu l'automatisme du système. Cela améliorera donc le service offert pour deux raisons :

a) rapidité du service : les personnes traitant ces ordres verront en effet leur travail fortement simplifié,

b) diminution du coût d'intermédiation pour les petites transactions. En effet, leur traitement sera beaucoup plus aisé et requerra moins d'intervention humaine, comme on vient de le voir.

Les petits investisseurs tireront donc un grand bénéfice de ce système. Nous avons vu, au chapitre 5, qu'ils avaient moins bénéficié de la dérégulation que les institutionnels. Le SAEF permettra donc de parfaire les réformes introduites par celle-ci.

Remarquons que l'ensemble des investisseurs tirera avantage du SAEF ; en effet, la réduction du travail des market makers leur permettra de plus se consacrer aux ordres importants ; cela améliorera l'efficacité du traitement de tous les ordres, quelle que soit leur importance (Echo de la Bourse, 24/03/88, p.22).

Enfin, le SAEF assurera que les incidents que l'on a constatés lors du krach d'octobre 87 ne se reproduiront plus. En effet, il ne sera plus possible pour les market makers de ne plus décrocher leur téléphone pour ne pas devoir conclure de transactions, vu l'automatisme du système. Rappelons également que le Stock Exchange a veillé à ce que de tels manquements (qui n'étaient le fait que de l'un ou l'autre contrepartiste) ne se reproduisent plus.

9.1.2 Le système TAURUS

Ce système, prévu pour la fin 89 (Financial Times, 28/10/87), permettra de faire face aux gros problèmes de "back office" des intermédiaires financiers qui ne parviennent pas, actuellement, à délivrer suffisamment rapidement les certificats nominatifs aux investisseurs.

TAURUS éliminera la livraison "physique" des certificats que l'on connaît actuellement ; en effet, le transfert de ceux-ci se fera dans un "livre" qui reprendra la position des investisseurs dans chaque titre traité (Euromoney, août 87, p.7). Rappelons que ceci ne pose pas de problème en Grande-Bretagne, vu le caractère nominatif des certificats.

Ce système "sans papier" réduira considérablement la partie administrative du traitement des ordres et permettra donc de

réaliser un gain de temps substantiel. Cela aura donc des effets semblables à ceux du SAEF.

TAURUS viendra donc compléter le système TALISMAN, actuellement en fonction, qui a été introduit en 1979. Celui-ci permettait déjà d'accélérer et de simplifier le transfert des titres des vendeurs aux acheteurs. En effet, il utilise un système de règlement centralisé dans lequel toutes les actions sont transférées dans une société possédée par le Stock Exchange, SEPON Ltd (Stock Exchange's own nominee company) qui les détient jusqu'au moment où il est possible de réaliser la transaction (Allied Dunbar Investment Guide, 1987-1988, p.117). Le système utilisé avant 1979 reliait directement acheteurs et vendeurs ; il était nettement plus lent.

Ainsi que le faisait remarquer G. HAYTER en évoquant l'avenir de l'I.S.E. (Financial Times, 28/10/87), "information technology is to the Stock Exchange what aircraft are to British Airways !"

9.2 Une importance croissante de l'International Stock Exchange

Dans les années à venir, la fusion de l'I.S.E. avec le LIFFE (London International Financial Futures Exchange) est envisagée.

Cela augmenterait encore l'importance du Stock Exchange car ce serait l'ensemble des actifs financiers qui y seraient traités. Rappelons que les options sont actuellement traitées en partie sur l'I.S.E. (celles portant sur des actions) et en partie sur le LIFFE (options sur devises, sur indice et sur Fonds d'Etat). Cependant, les deux parties ne sont pas d'accord sur les termes d'une telle fusion ; il semble en effet que le LIFFE souhaite garder une certaine indépendance.

Il est probable également que le marché des euro-equities se développe, ainsi que nous l'avons vu au point 4.2.2.

En marge de cela, une nouvelle diminution du droit de timbre n'est pas à exclure, vu la tendance à la baisse des taxes et impôts voulue par le gouvernement de Madame Thatcher. Il est très probable que ce gouvernement continuera à mener une politique visant à conserver une importance prépondérante à la place financière de Londres ; il est probable que l'I.S.E. en profitera.

9.3 Un contrôle strict, sans nouvelle régulation

Après le krach d'octobre 87, de nombreuses demandes ont été faites en faveur de mesures instantanées destinées à prévenir une répétition des brutales chutes de cours que l'on avait connues.

Certains proposaient d'introduire des "disjoncteurs" et des limites maximales de variation (Echo de la Bourse, 24/03/88, p.22). Selon Sir Nicholas Goodison, Président de l'I.S.E., ces mesures ne sont pas compatibles avec un système de contrepartistes concurrents et doivent donc être évitées. Nous pensons également que ces limites "artificielles" ne sont pas souhaitables car elles signifieraient un retour à une régulation peu compatible avec le système actuel. Cela reviendrait à déréglementer quand le marché est haussier ("bull market") et à "reréglementer" quand le marché est à la baisse ("bear market").

A côté de cela, le contrôle financier a été intensifié depuis le krach et il continuera à être très strict. L'I.S.E. veillera tout spécialement à s'assurer que les market makers disposent toujours de capitaux suffisants pour faire face à des variations subites du marché.

CHAPITRE 10. LES CONSEQUENCES DES MUTATIONS DU STOCK EXCHANGE DE LONDRES POUR LA BOURSE DE BRUXELLES

Le but de ce chapitre n'est pas de passer en revue l'ensemble des différents problèmes de la Bourse de Bruxelles, mais bien de s'attacher au principal d'entre eux, le marché hors-Bourse.

Après avoir brièvement décrit la situation, nous tenterons d'en étudier les causes, puis de voir la solution que les autorités boursières tentent d'implanter. Ensuite, nous verrons ce qu'il serait possible de faire à l'avenir.

Si l'on souhaite avoir une vue détaillée de l'organisation et du fonctionnement de la Bourse de Bruxelles, on consultera utilement l'étude de M. ERNST (chercheur, FUNDP) : "La Bourse de Bruxelles : situation nationale et internationale" (mars 88).

10.1 Le fractionnement du marché de Bruxelles

Selon C. GOLDFINGER (Global Electronic Finance Management - Managing Director, mai 88), le volume des titres traités hors-Bourse représente 85 % en Belgique. Tendances (7/11/86, p.132), en reprenant les déclarations des principales maisons de titres bruxelloises, estime ce volume à plus de 75 % lors des jours de forte activité boursière. Remarquons que parmi les opérations effectuées en dehors de la Bourse, certaines se font à Bruxelles et d'autres sont effectuées sur une autre Bourse, Londres principalement.

Le marché hors-Bourse n'offre aucune garantie à l'investisseur : en effet, celui-ci ne connaît ni la liquidité du marché dans lequel il entre ni les conditions de l'ensemble des teneurs du marché. Les petits porteurs qui effectuent leurs opérations en Bourse ne peuvent bénéficier des conditions offertes hors-Bourse (en effet, ce sont principalement des blocs importants de titres qui y sont traités).

L'affaire de la Générale de Belgique est un exemple frappant des risques que présente une telle fragmentation du marché (fragmentation du deuxième ou du troisième type : cfr 1.2.2 et 1.2.3) ; en effet, de très gros paquets de titres ont été traités hors-Bourse, à un prix très supérieur à celui était pratiqué en

Bourse. On estime que c'est près de 80 % du volume qui était traité hors-Bourse à ce moment (source : RTBF). Les petits porteurs ont été manifestement lésés dans ces opérations, vu leur totale opacité.

Cette fragmentation montre qu'il existe un problème fondamental pour la Bourse de Bruxelles, incapable de centraliser la majorité des ordres d'achat et de vente des investisseurs institutionnels ou même privés ; cela provient de ce qu'elle n'est pas jugée suffisamment compétitive par ceux-ci.

L'avantage principal du marché hors-Bourse pour les investisseurs institutionnels est en effet de leur permettre de réaliser leurs transactions à un coût moindre que celui de la Bourse.

10.2 Le manque de compétitivité de la Bourse de Bruxelles : les coûts de transaction comparés

Actuellement, l'investisseur belge qui s'adresse à la Bourse de Bruxelles doit acquitter un droit complémentaire de 0,065 % pour les actions et obligations (marché à terme et au comptant) et de 0,03 % pour les obligations du secteur public (traitées uniquement sur le marché au comptant).

A ceci s'ajoute une taxe (droit de timbre) de 0,14 ou 0,17 % sur les transactions en actions (selon le titre traité). Pour la facilité du calcul (voir tableau 10.1), nous la considérons uniforme à 0,15 %. Elle est d'environ 0,10 % pour les autres titres (obligations et Fonds d'Etat).

Rappelons qu'en Belgique, les taux de courtage sont fixes pour les montants inférieurs à BEF 10 mio. Pour les montants de plus de BEF 10 mio, les commissions ne sont librement négociables que sur le marché hors-Bourse. Rappelons aussi que l'investisseur ne dispose d'aucune information sur ce marché, vu sa totale opacité.

Il faudrait donc, pour Bruxelles, ne prendre en compte que les taux en vigueur sur la Bourse elle-même pour que le service offert soit le même qu'à Londres, et cela quel que soit le montant traité. Néanmoins, nous nous contenterons d'étudier les coûts d'intermédiation pour des montants inférieurs à BEF 10 mio, car on ne trouve presque jamais de transactions d'un tel

montant en Bourse, à Bruxelles. En effet, elles se font, dans la plupart des cas, hors-Bourse (voir infra : 10.3).

Pour des montants supérieurs à BEF 10 mio, l'I.S.E. propose donc un rapport qualité / prix très supérieur à celui offert par la Bourse de Bruxelles. Celui-ci n'est plus à considérer en terme de coût (assez semblable) mais en terme de transparence du marché. Nous avons vu dans les chapitres précédents que l'investisseur passant par l'I.S.E. connaît parfaitement les conditions de transaction des teneurs de marché, au contraire de ce qui se passe sur le marché hors-Bourse à Bruxelles.

Afin de comparer les coûts de transaction à Bruxelles et à Londres, nous avons procédé de la façon suivante :

a) pour Londres, les données sont celles que nous avons vues au chapitre 5.

b) pour Bruxelles, nous avons repris les données du marché à terme ; en effet, c'est le marché le plus actif et le plus important : en 1987, les transactions faites à terme représentaient 65,2 % de l'ensemble des transactions en actions (ERNST, 1988, p. 7).

De plus, les frais sur le marché à terme sont nettement inférieurs à ceux du comptant (de l'ordre de 30 %) ; l'investisseur disposant de la quotité minimale de titres à traiter aura donc tendance à traiter à terme plutôt qu'au comptant.

Les tableaux 10.1 et 10.2 sont donc tous deux basés, pour la Bourse de Bruxelles, sur les données du marché à terme.

Nous n'avons pas tenu compte des différents frais annexes, tant à Londres qu'à Bruxelles, car ils sont d'importance négligeable (frais fixes de BEF 100 à Bruxelles - PTM levy de 60 pence à Londres, soit environ BEF 38).

A ce stade, nous devons considérer attentivement un point particulier concernant le droit de timbre britannique. Nous avons vu qu'il est de 0,5 % pour les transactions en actions (cfr 2.3.4). Or cette taxe est supprimée en Grande-Bretagne au profit des non-résidents effectuant des opérations sur titres étrangers au

Commonwealth (D. GOODE, Banque Belge, mai 88). Un investisseur belge achetant des Pétrofina à Londres en sera donc dispensé.

Remarquons que les agents de change belges jugent cette concurrence déloyale, mais c'est un autre sujet : nous y reviendrons au point 10.4. Dans notre comparaison, nous ne tenons donc pas compte du droit de timbre britannique.

10.2.1 Les coûts de transaction pour l'investisseur privé

Le tableau 10.1 compare les coûts d'intermédiation pour un investisseur privé, qui fera généralement appel aux conseils de son agent de change, à Bruxelles ou de son broker, à Londres. Nous avons pris l'exemple d'une transaction d'un montant de près de BEF 5 mio, car cela représente une transaction moyenne traitée en Bourse (entre BEF 0 et 10 mio), sur le marché du terme.

Tableau 10.1 : Coûts comparés d'intermédiation sur l'International Stock Exchange et à la Bourse de Bruxelles (en %), pour une transaction d'un montant de GBP 70 000 (env. BEF 4,6 mio).

	Actions	Obligations	Fonds d'Etat - Obligations du secteur public
	I.S.E. - Brux.	I.S.E. - Brux.	I.S.E. - Brux.
Broker - Agent de change	0,30 - 0,80	0,38 - 0,80	0,00 - 0,40
TVA (ISE) (15 % Com.)	0,05 - /	0,06 - /	0,00 - /
Market maker	0,35 - /	0,13 - /	0,02 - /
Droit de timbre	(0,50) - 0,15	/ - 0,14	/ - 0,07*
Droit complémentaire	/ - 0,07	/ - 0,07	/ - 0,03
Total	0,70 - 1,02	0,57 - 1,01	0,02 - 0,50*

* pour les obligations para-étatiques belges, le droit de timbre est de 0,14 % au lieu de 0,07 ; cela porte le total à 0,57 % à la place de 0,50 %

sources : a) pour l'I.S.E. : données citées au ch. 5

b) Bourse de Bruxelles : Commission de la Bourse :
"Tarifs des Courtages, Droits complémentaires et
Taxes applicables aux opérations de Bourse et aux
cessions de valeur cotées et non cotées" (Marché à
Terme).

La situation est donc claire pour un investisseur privé : les coûts de transaction sont en effet nettement moindres à Londres qu'à Bruxelles. Cette différence est particulièrement sensible pour les transactions portant sur des obligations ou sur des Fonds d'Etat où la supériorité de Londres est écrasante. La différence de coût compense largement les frais de rapatriement des certificats traités à Londres ainsi que la taxe belge portant sur les opérations boursières effectuées à l'extérieur du pays.

Voyons maintenant la situation d'un investisseur institutionnel, avant d'étudier les raisons du manque de compétitivité de Bruxelles.

10.2.2 Les coûts de transaction pour l'investisseur institutionnel

Le tableau 10.2, quant à lui, compare la situation d'un investisseur institutionnel, qui souhaite uniquement faire exécuter son ordre. Dans ce cas, il ne passera pas par un broker, à Londres, mais se contentera des services d'un market maker. Par contre, à Bruxelles, il payera exactement la même commission que s'il avait fait appel aux conseils de son agent de change.

Les sources dont proviennent les données sont les mêmes que celles du tableau 10.1.

Tableau 10.2 : Comparaison du coût de transaction (en %) pour l'investisseur institutionnel, à Bruxelles et à Londres. Montant traité : GBP 70 000 (env BEF 4,6 mio).

	Actions		Obligations		Fonds d'Etat - Obligations du secteur public	
	I.S.E. - Brux.		I.S.E. - Brux.		I.S.E. - Brux.	
Broker - Agent de change	/	- 0,80	/	- 0,80	/	- 0,40
TVA (I.S.E.) (15 % Com.)	/	- /	/	- /	/	- /
Market maker	0,35	- /	0,13	- /	0,02	- /
Droit de timbre (0,50)	-	0,15	/	- 0,14	/	- 0,07*
Droit complémentaire	/	- 0,07	/	- 0,07	/	- 0,03
Total	0,35	- 1,02	0,13	- 1,01	0,02	- 0,50*

* : rappel : 0,07 % en plus pour les obligations para-étatiques

Sans même parler des titres à revenu fixe, on constate que le coût de transaction pour les actions à Londres est le tiers de celui de Bruxelles. Il faut cependant nuancer quelque peu cette constatation par les frais de rapatriement des certificats et par la taxe (minime) qui est perçue en Belgique sur les opérations se faisant sur des Bourses étrangères.

Pour l'investisseur institutionnel, il est de toute façon préférable de passer par Londres ou encore de faire traiter son ordre à Bruxelles sur le marché hors-Bourse, à condition qu'il fasse confiance à son intermédiaire financier dans la seconde hypothèse.

Nous avons comparé, aux tableaux 10.1 et 10.2, les coûts de transaction pour un ordre d'une valeur d'environ BEF 5 mio. Pour les transactions d'un montant différent, le résultat sera comparable, bien qu'il soit généralement admis par les autorités boursières que Bruxelles soit comparativement plus cher pour les gros ordres que pour les petits ordres (PICARELLE, 1987, p.65).

Remarquons au passage qu'une suppression du droit de timbre belge serait très insuffisante pour concurrencer valablement l'I. S. E.

10.3 Les raisons du manque de compétitivité de la Bourse de Bruxelles

10.3.1 Des taux de courtage fixes à Bruxelles face à la concurrence régnant à Londres

Lors de la dérégulation, nous avons vu les effets de l'instauration de la concurrence entre brokers : les commissions ont diminué, en moyenne, de 30 à 40 % .

A Bruxelles, ainsi que nous l'avons évoqué au point 10.2, le Code de Commerce oblige les agents de change à respecter des taux de courtage fixes.

Cependant, une exception est admise à cette règle : les transactions d'une valeur de plus de BEF 10 mio ne sont en effet pas soumises au monopole de l'agent de change (cfr 10.3.2). Cela permet donc aux intermédiaires, quels qu'ils soient, de ne pas passer par la Bourse et d'appliquer le courtage qu'ils veulent.

Si un agent de change exécute, hors-Bourse, une opération supérieure à BEF 10 mio, il peut donc déroger au tarif prévu par les autorités qu'il aurait dû appliquer en Bourse. Cependant, ainsi que le précise PICARELLE (1987, p.65), il existe une condition pour pouvoir pratiquer un courtage inférieur à ce qui est prévu : "(pour ces opérations)...l'agent de change doit formuler une demande de dérogation au courtage ordinaire à la Commission de la Bourse. Lors de cette demande, il doit pouvoir justifier que la transaction n'aurait pu être conclue sans cette dérogation. Les banques ne sont pas soumises à cette obligation".

En pratique, cette contrainte ne semble pas poser de problème.

Nous constatons donc qu'il n'y a pas de concurrence possible entre agents de change, au niveau des courtages, pour des montants inférieurs à BEF 10 mio. C'est évidemment une des raisons du manque de compétitivité de Bruxelles.

Pour des montants supérieurs à BEF 10 mio, le marché s'effectue en grande majorité hors-Bourse.

Quand on constate le manque de compétitivité de Bruxelles - qu'il provienne de coûts trop élevés pour des montants inférieurs à BEF

10 mio ou que ce soit dû à un manque total de "visibilité" du marché hors-Bourse pour des montants supérieurs à BEF 10 mio - on comprend facilement que plusieurs market makers londoniens cotent les valeurs vedettes de notre marché et que les départements de broking traitant avec les investisseurs belges soient prospères.

10.3.2 Le monopole du bordereau face à l'ouverture du Stock Exchange

En Belgique, les agents de change sont des intermédiaires obligés pour toute transaction inférieure à BEF 10 mio : c'est ce que l'on appelle le "monopole du bordereau". Pour des opérations portant sur des montants supérieurs à BEF 10 mio, nous avons vu qu'il n'est pas obligatoire de passer par eux. En fait, ce sont les banques et les agents de change qui canalisent l'ensemble du marché hors-Bourse ; les banques tiennent essentiellement la partie concernant les Fonds d'Etat, tandis que les agents de change sont plus spécialisés dans le domaine des actions et des obligations privées.

A Bruxelles, on compte plus de 200 charges de change inscrites à la Bourse ; en pratique, les deux principales (Petercam et Dewaay) canalisent la majorité des transactions. Remarquons que ce sont les seules firmes de change qui peuvent offrir des services comparables à ceux dont on peut bénéficier à Londres (recherche, connaissance de l'ensemble des instruments financiers, connaissance des marchés financiers à l'échelle mondiale, ...). Les autres charges ne disposent pas de capitaux suffisants pour fournir l'ensemble de ces services.

En Belgique, en plus des deux sociétés citées, il n'y a pratiquement que les grandes banques qui puissent offrir l'ensemble des services souhaités par les investisseurs ; grâce à leur Corporate Investment Banking Department, elles parviennent à attirer une grande partie du marché hors-Bourse.

La situation que nous connaissons en Belgique est donc très similaire à celle que l'on connaissait à Londres avant la dérégulation, où trois ou quatre jobbers tenaient l'ensemble du marché. Rappelons que c'était une des causes du marché hors-Bourse, tenu par d'importantes maisons de titres regroupées au

sein de l'ISRO. Après la dérégulation, ces maisons de titres ont pu faire partie du Stock Exchange grâce à la fusion LSE - ISRO (voir 3.1). Cela a permis de ramener en Bourse la quasi-totalité des transactions.

10.3.3 Difficultés supplémentaires d'un marché centralisé

Contrairement à ce que nous avons étudié à Londres, le marché boursier bruxellois est un marché centralisé où tous les ordres d'achat rencontrent tous les ordres de vente (si l'on excepte le marché hors-Bourse !). Cette organisation est semblable à celle que l'on connaît sur le New-York Stock Exchange (NYSE).

Nous ne ferons pas ici la comparaison des deux systèmes boursiers existant à l'heure actuelle, l'un dirigé par les prix (NASDAQ-SEAO), l'autre dirigé par les ordres (NYSE, AMEX, Bruxelles,...). Remarquons simplement que l'investisseur souhaite connaître le prix auquel son ordre sera exécuté. Ceci n'est pas possible dans un marché dirigé par les ordres, puisque le prix n'est connu qu'après que la centralisation ait été faite. Au contraire, on sait toujours immédiatement quel est le prix proposé par un market maker, à Londres, puisqu'il est affiché sur les écrans du SEAO et qu'il est ferme pour les actions alpha et bêta (rappelons que les transactions dans ces valeurs représentent environ 85 % du volume traité).

Dans un marché centralisé, si on met une limite à son ordre, on ne peut avoir la certitude qu'il sera exécuté. C'est particulièrement le cas dans les marchés peu liquides, comme au Parquet à Bruxelles.

Cela incite naturellement les investisseurs (surtout les institutionnels) à s'adresser à des intermédiaires en dehors de la Bourse, afin de connaître les conditions exactes auxquelles ils pourraient réaliser leurs transactions.

10.4 L'introduction du Computer Assisted Trading System (CATS) à Bruxelles

Pour moderniser la Bourse de Bruxelles, la Commission de la Bourse a décidé d'y implanter le système CATS.

Ce système, introduit en 1977 au Toronto Stock Exchange, est destiné aux marchés centralisés. Il permet aux agents de change d'intervenir directement sur le marché selon un système de priorité des ordres qui est fonction de leur prix et de l'heure d'introduction. Cette informatisation de la Bourse permettra à notre marché de fonctionner en continu. Pour une étude de ce système, on se référera à PICARELLE, 1987, pp 45 à 47.

En pratique, l'introduction du CATS pose des problèmes car les banques ne disposent pas de terminaux reliés à la Bourse, ce qui les désavantage par rapport aux agents de change qui bénéficient immédiatement de l'information. Vu l'actuel fonctionnement de la Bourse, il était normal que les banques ne bénéficient pas du CATS, puisque celui-ci permet d'introduire des ordres en Bourse et que ceci est un privilège exclusif des agents de change.

Le retard d'information a cependant causé l'intervention de l'Association Belge des Banques auprès du Ministre des Finances qui a reporté "sine die" la mise en fonction du système, initialement prévue pour début mai.

Nous estimons que l'informatisation de la Bourse est une étape importante et utile mais très insuffisante.

En effet, le CATS n'introduit aucun changement structurel : on ne remet nullement en cause le caractère fixe des commissions ou le monopole du bordereau. Celui-ci serait même renforcé, si le système était installé tel quel, puisque les agents de change seraient les seuls à disposer immédiatement de l'information.

10.5 Proposition : une libéralisation du marché boursier belge

Après avoir vu le problème majeur qui se pose à Bruxelles ainsi que ses causes principales, nous estimons qu'il est urgent de libéraliser la Bourse de Bruxelles, si l'on veut qu'elle ait plus qu'un rayonnement local dans les années à venir. De plus, nous devons éviter que le marché de nos principales vedettes ne se déplace à Londres au cours des années à venir (fragmentation du 4ème type : voir 1.2.4), et cela à cause de coûts moindres, d'une plus grande transparence ainsi que de la souplesse du marché londonien (voir ch 8).

La libéralisation envisagée signifierait principalement la disparition du monopole du bordereau et des commissions fixes à Bruxelles, accompagnée d'une procédure de contrôle assurant le respect des droits des investisseurs.

La suppression du monopole du bordereau aurait comme conséquence probable une entrée massive des banques en Bourse dans un premier temps. Dans une seconde phase, on assisterait probablement à l'arrivée d'institutions financières étrangères qui auraient la capacité d'offrir une gamme complète de services aux investisseurs. Ces arrivées provoqueraient évidemment la fusion ou l'absorption de beaucoup de charges existant actuellement. Nous estimons cependant que c'est un mouvement nécessaire dans l'optique de l'ouverture du marché européen de 1992.

D'autre part, la suppression des commissions fixes permettrait aux intermédiaires financiers d'offrir des services à un prix compétitif. Si on conserve le système actuel, le marché hors-Bourse continuera à se développer et de plus en plus de transactions passeront par Londres ou Paris (où la concurrence entre agents de change a été instaurée en mars 88 par M. Balladur, après que le système CATS ait été introduit en juin 86). Remarquons que des places comme Milan, Amsterdam ou Francfort ont actuellement un dynamisme qui les place en bonne position dans la compétition européenne.

A ce niveau, une remarque doit être faite quant au risque d'entente entre institutions financières lors d'une éventuelle dérégulation du marché. En effet, on constate en Belgique divers types de "gentlemen's agreement" entre banques pour proposer un même prix pour de nombreux services bancaires.

M. Herman (Député européen, mai 1988) considère que ce phénomène est encore renforcé par l'intervention de la Commission bancaire. Même le législateur ne s'est pas toujours montré favorable à la concurrence au sein des marchés financiers. On en veut pour preuve l'intervention du Ministre des Finances, M. Mark Eyskens, à l'égard des taux d'intérêt proposés sur les carnets d'épargne : ceux-ci ont été "harmonisés" au moyen d'une sanction fiscale (non immunisation des premiers 50 000 BEF d'intérêts perçus en cas de taux d'intérêt supérieur au taux de référence).

Le risque serait donc de voir les institutions financières de premier plan (banques et principales charges de change) exercer dans un premier temps une pression à la baisse sur les taux de courtage, afin d'éliminer leurs concurrents, et, dans une seconde phase, de faire remonter le prix de leurs services. On en reviendrait alors à la situation actuelle, au profit d'un nombre restreint d'intervenants.

Selon M. Herman, l'arrivée des institutions financières étrangères devrait toutefois éviter ce risque d'entente. Leur entrée en Bourse permettrait en effet de rétablir la concurrence (si besoin en était), à condition que la dérégulation se passe dans de bonnes conditions. A cet égard, M. Herman donne l'exemple de la dérégulation du Stock Exchange où les autorités ont veillé à ce que les institutions étrangères aient un accès aisé au marché.

A côté de cette libéralisation, il nous semblerait utile de supprimer les diverses taxes qui pénalisent notre Bourse ; nous avons vu en effet la concurrence qui lui est faite par l'ISE où il n'y a pas de droit de timbre quand l'investisseur est un non-résident et que ses ordres portent sur des titres hors-Commonwealth.

Du point de vue des mécanismes boursiers, il nous paraît utile d'accélérer le projet de coopération internationale entre les Bourses ayant adopté le système CATS pour faire face à la liaison NASDAQ - SEAQ (cfr 8.1.4). Actuellement, il semble que cette coopération ne soit encore qu'au stade de l'ébauche et qu'elle pose encore de nombreux problèmes.

Quant à l'organisation même de la Bourse (marché centralisé), il ne nous paraît pas utile de la changer, car cela impliquerait un changement complet des mentalités qui ne semble pas souhaitable.

Tarif des courtages et des frais

Tarif des courtages et des taxes applicables aux opérations de bourse et aux cessions en valeurs cotées et non cotées
Tarif des droits complémentaires applicables aux opérations de bourse et aux cessions en valeurs cotées
Cas particuliers: se référer à l'arrêté royal modifiant les courtages et aux instructions de la Commission de la Bourse

	NATURE DES VALEURS	COURTAGE					Droit complémentaire		TAXE (en ‰)
		MONTANT DES TRANSACTIONS (en F) PAR TRANCHES DE	TALX (en ‰)	DROIT FIXE (en F)	MAXIMUM (en % de la valeur du titre)	MINIMUM PAR TITRE (en F)	Emetteur (en ‰)	donneur (en ‰)	
Marché du comptant									
01	Emprunts du secteur public et supra-étatiques, sauf: Emprunts à lots Act. priv. SNCB Congo 1888 à lots Bq. Interamér. Dévelop. Fonds Belgo-Congolais Bq. Asiatique Dévelop. Eurofima SNCB 1937 Provinces, Villes, Communes	Obligations							
		1 à 2.000.000 de 2.000.001 à 5.000.000 au-dessus de 5.000.000	4,50 4,— 3,—	100 ou 60*	6,—	néant	0,20	0,10	0,70 ou 1,40
17	Emprunts à Lots Act. priv. SNCB Congo 1888 à lots	1 à 2.000.000 de 2.000.001 à 5.000.000 au-dessus de 5.000.000	8,— 7,50 6,—	100 ou 60*	6,— (ou 10,— échelle)	échelle	0,20	0,10	0,70 ou 1,40 ou 3,50
16	Emprunts: Bq. Interamér. Dévelop. Fonds Belgo-Congolais Bq. Asiatique Dévelop. Eurofima	1 à 2.000.000 de 2.000.001 à 5.000.000 au-dessus de 5.000.000	8,— 7,50 6,—	100 ou 60*	6,— (ou 10,— échelle)	échelle	0,40	0,25	1,40
02	Emprunts: SNCB 1937 Provinces, Villes et Communes	1 à 2.000.000* 2.000.001 à 5.000.000 au-dessus de 5.000.000	8,— 7,50 6,—	100	6,— ou 10,— échelle)	échelle	0,20	0,10	1,40
04	Emprunts dont l'amortissement final se situe à un an maximum (emprunts mentionnés sub 01 et 17)	1 à 250.000 au-dessus de 250.000	3,— 2,—	100 ou 60*	6,—	néant	0,20	0,10	0,70 ou 1,40 ou 3,50
05	Emprunts dont l'amortissement final se situe à un an maximum (emprunts mentionnés sub 16)	1 à 250.000 au-dessus de 250.000	3,— 2,—	100 ou 60*	6,—	néant	0,40	0,25	1,40
18	Emprunts dont l'amortissement final se situe à un an maximum (emprunts mentionnés sub 02)	1 à 250.000 au-dessus de 250.000	3,— 2,—	100	6,—	néant	0,20	0,10	1,40
03	Obligations belges: 1) du secteur public dont l'inscription à la cote n'est pas prévue; 2) du secteur privé Obligations étrangères	1 à 2.000.000 2.000.001 à 5.000.000 au-dessus de 5.000.000	8,— 7,50 6,—	100	6,— ou 10,— échelle)	échelle	0,40	0,25	1,40
Actions et obligations convertibles									
07	Actions et obligations convertibles belges et étrangères, bons, droits d'attribution, warrants, bons Fonds Belgo-Congolais	1 à 2.000.000 de 2.000.001 à 5.000.000 de 5.000.001 à 10.000.000 au-dessus de 10.000.000	10,— 9,— 8,— 6,—	100	6,— (ou 10,— échelle)	échelle	0,40	0,25	1,40 ou 3,50
08	Droits de souscription	valeur du titre - valeur du droit	10,—	néant	10,— de la valeur du droit	néant	2,50	2,50	1,40 ou 3,50
Marché à Terme									
10	Transactions et primes levées	1 à 5.000.000 de 5.000.001 à 10.000.000 au-dessus de 10.000.000	8,— 6,— 5,—	100	6,—	1,50	0,40	0,25	1,40 ou 1,70
11	Reports	1 à 5.000.000 de 5.000.001 à 10.000.000 au-dessus de 10.000.000	4,— 3,— 2,50	néant	6,—	0,75	néant	néant	0,85 sur opération nouvelle
12	Primes au plus prochain jour, abandonnées	montant de la prime	30,—	néant	6,—	néant	néant	néant	1,40 ou 1,70
13	Primes à échéance éloignée, abandonnées	montant de la prime	60,—	néant	6,—	néant	néant	néant	1,40 ou 1,70

Conclusion

"Big Bang" : le nom donné à la dérégulation résume bien la profonde mutation qu'a connue la Bourse de Londres en octobre 86.

Ce changement radical visait à rendre au Stock Exchange son rôle de lieu d'échanges de valeurs, face à la fragmentation qu'il connaissait et à l'importance croissante des investisseurs institutionnels. En effet, ceux-ci introduisaient de moins en moins leurs ordres en Bourse, vu les coûts de transaction importants.

Les transformations qui ont modifié l'organisation et le fonctionnement du Stock Exchange ont principalement porté sur l'instauration de la concurrence parmi l'ensemble des intermédiaires financiers, sur l'informatisation de la Bourse ainsi que sur l'ouverture du marché boursier aux institutions financières britanniques et étrangères. Cette dernière transformation a constitué le changement majeur apporté par la dérégulation.

Le Big Bang a également rendu possible la fusion du London Stock Exchange et de l'International Securities Regulatory Organisation (ISRO) qui sont devenus ensemble l' International Stock Exchange. A côté de cette réorganisation, un effort spécial a été fait pour réduire et assainir le marché "Over The Counter".

Un premier effet bénéfique de la dérégulation vient de la concurrence qui a permis de faire baisser les coûts de transaction, tout en conservant une qualité de service semblable ou supérieure.

Bien que le krach boursier ait eu tendance à faire remonter les coûts, il est plus que probable que cet effet ne soit que passager. En effet, il y a encore des sociétés qui arrivent à la Bourse de Londres ou qui développent leurs activités (ex : Nomura). Parmi celles qui y sont présentes depuis la dérégulation, les résultats financiers sont variables : si certaines firmes, telles James Capel, augmentent leurs bénéfices, d'autres subissent des pertes et devront probablement fermer ou se spécialiser dans un créneau d'activité précis.

Quand on se place du point de vue de l'investisseur, on constate qu'ils ont profité beaucoup profité du Big Bang, et cela quelle

que soit la nature de leurs transactions. Cependant, on remarque que les transactions les plus importantes ont le plus bénéficié de la réduction des coûts.

L'activité des marchés a augmenté considérablement - de l'ordre de 200 % - dans l'ensemble des marchés. Cela a permis aux intermédiaires financiers d'augmenter leur chiffre d'affaires malgré la baisse des tarifs. De plus, les investisseurs ont vu la liquidité des titres s'accroître. Le marché primaire a également bénéficié de cette activité plus intense : les émissions de titres ont atteint un volume record en 1987.

L'ensemble de la structure légale mise en place par le Financial Services Act, afin de protéger l'investisseur et organiser le marché, repose sur l'auto-régulation des marchés. Cette auto-régulation se retrouve à l'intérieur des sociétés où l'on voit se développer la fonction de "Compliance Officer", responsable chargé de veiller au respect des règles et procédures internes et externes.

En évaluant l'ensemble des changements qui ont été apportés au Stock Exchange, on constate que la dérégulation a été très positive dans son ensemble, malgré que certains problèmes se posent encore actuellement. Les autorités boursières en sont conscientes et ont prévu différents aménagements, tels les systèmes TAURUS et SAEF pour y faire face dans les années à venir.

Au vu de cette évolution, il est probable que l'I.S.E. renforce son rôle de leader européen au cours des prochaines années.

Face au dynamisme de l'International Stock Exchange, l'immobilisme de la Bourse de Bruxelles est préoccupant. En effet, le système CATS (dont l'introduction s'avère difficile) ne résoudra pas le problème du marché hors-Bourse qui provient largement d'un manque de compétitivité de notre marché boursier. Il nous semble qu'une libéralisation de la Bourse de Bruxelles est la seule solution envisageable pour lui permettre de conserver son rôle de référence pour les titres belges.

En effet, cette libéralisation permettrait de faire baisser les coûts de transaction pour des montants inférieurs à BEF 10 mio

et améliorerait le service offert (par une plus grande transparence du marché) pour des montants supérieurs à BEF 10 mio. De plus, cela augmenterait la protection du petit investisseur qui est parfois lésé par les transactions effectuées sur le marché hors-Bourse auquel il n'a pas accès dans la pratique.

Une réserve émise à l'égard de cette libéralisation porte sur un risque d'entente entre les intervenants dominants. Pour maintenir une concurrence suffisante, il est nécessaire que le législateur et les pouvoirs de tutelle stimulent la compétition, ce qui n'est guère prouvé historiquement dans les marchés financiers belges.

Bibliographie

- ALLIED DUNBAR INVESTMENT GUIDE (1987-1988),
- BANK OF ENGLAND Quarterly Bulletin, February 87, "Change in the Stock Exchange and regulation in the City",
- BARRON'S WEEKLY, 28/09/87 : "ADR trading provides lift for Global Financial Market",
- The BUSINESS ECONOMIST, Summer 87, "The Big Bang may cause casualties", R.A. MELCHER & W. GLASGALL,
- BUSINESS WEEK, 10/11/86,
- COMMISSION DE LA BOURSE (Bruxelles), 1987, "Tarifs des Courtages, Droits Complémentaires et taxes applicables aux opérations de Bourse et aux cessions de valeurs cotées et non cotées" (Marché à terme),
- DE MONTFORT Publishing Ltd, 1987, "The Square Mile in 1987 : a new design for the City of London",
- ECHO DE LA BOURSE : a) 24-26/10/86, "L'alternative pour les analystes financiers européens : survivre en temps que Bourse ou devenir une place financière", X. ZECH,
 - b) /08/87, "Le Big Bang de Londres : quels effets sur l'actionnariat et la surveillance des marchés ?",
 - c) 26/03/87, "Après le Big Bang", N. BUNKER,
 - d) 24/03/88, "Le Stock Exchange après le krach", Sir N. GOODISON,
 - e) 16-18/04/88, Entreprises : "Nomura développe ses activités à la Bourse de Londres",
- LES ECHOS, 27/10/87, "Le Big Bang un an après", P. de JACQUELOT,
- EUROMONEY : a) août 86, "Big Bang",
 - b) avril 87, "Big Bang hits trash cans",
 - c) août 87 (supplément), "Building for the future", Sir N. GOODISON,
- L'EXPRESS, septembre 87,

- EXTEL FINANCIAL Ltd, 1988, "Secondary Markets Handbook" (USM and Third Markets companies),
- ERNST M. (FUNDP): a) Février 1988, "Le petit lexique du langage financier",
 - b) Mars 1988, "La Bourse de Bruxelles : situation nationale et internationale",
- FINANCIAL TIMES : a) 17/09/86, "Merger between Stock Exchange and International Securities Regulatory Organisation", A. NICOLL and B. RILEY,
 - b) 20/09/86,
 - c) 15/09/87, "Shearson Lehman to cut 150 jobs",
 - d) 27/10/87, "Stock Exchange firms stock up on earnings", C. WOLMAN,
 - e) 28/10/87, Technology : Big hearted visions of integrated trading", A. CANE - "Big hearted visions of integrated trading", G. HAYTER,
 - f) 29/10/87,
 - g) 3/11/87,
- FINANCIAL WEEKLY, 18/06/87, "Atomic Reaction", H. FARMBROUGH,
- GENERALE DE BANQUE, a) septembre 87, Revue de la Banque n° 7, p.34 : "The Big Bang revisited : The prospects for securities markets in Europe", A. LOEHNIS,
 - b) Mars 1988, Bulletin Mensuel n° 285, Chroniques des marchés financiers et boursiers : "Les grandes tendances des marchés d'actions au cours des dernières années",
- INTERNATIONAL STOCK EXCHANGE, décembre 86, "What is the Financial Services Act ?",
- INTERNATIONAL STOCK EXCHANGE FACT SHEET, janvier à septembre 87,
- INVESTORS CHRONICLE : a) 28/11/86, "What future for the Stock Exchange ?", Sir N. GOODISON,
 - b) 11/09/87, "Is it curtains for the fringe market ?", J. PHILLIPS - "Post Big Bang : a lawyer's view", P. GRAHAM,

- P. JACKSON & G. O'DONNELL octobre 85, "The effect of stamp duty on equity transactions and prices in the U.K. Stock Exchange", Bank of England discussion paper,
- JAMES CAPEL, 1987, "Investment services for private individuals and trusts, and their professional adviser",
- KREDIETBANK : a) 22/11/85, Bulletin hebdomadaire n. 42, "Les marchés à terme d'actifs financiers",
- MEMENTO DES VALEURS, 1986,
- MIDLAND BANK Review Summer 87, "The Economics of Big Bang",
- NASD, 1987, "NASDAQ Fact Book 1987",
- PEAT MARWICK, sept 86, OTC survey,
- PEAT MARWICK MC LINTOCK'S, decembre 87, USM survey,
- PICARELLE, FUNDP, 1987, "Informatisation et réorganisation des marchés boursiers",
- PLENDER J. & WALLACE P., 1986, "The Square Mile : a guide to the new City of London", Century Hutchinson Publishing London (U.K.),
- SECONDARY MARKETS HANDBOOK, 1988,
- SPICER and PEYLER, 1983, Chartered Accountants, "An USM survey",
- STOCKBROKER, octobre 87,
- TENDANCES, 7/11/1986, Bourse : "Londres perdue, Londres sauvée ?",
- W.A. THOMAS, University of Liverpool, 1986, "The Big Bang", Philip Allan Publishers Limited,
- THE TIMES, 27/10/86, "The technology that had to come", R. LANDER,

- TIME, 27/10/86, Economy & Business : "Bang goes the market",
- The TREASURER, juin 87,
- The WALL STREET JOURNAL, 1/10/87, "ADR trading in the U.S.",

Autres sources citées

- R. BAKER, septembre 87, Citicorp, Scrimgeour & Vickers Company, manager of the Market Making Department,
- M.J. DE SAMBLANX, février 1988, Tractebel : auditeur interne,
- C. GOLDFINGER, mai 88, Global Electronic Finance Management : Managing Director,
- D. GOODE, septembre 87 et mai 88, Banque Belge, Manager (Investment Dept),
- Sir Nicholas GOODISON, 1987, Chairman of the International Stock Exchange,
- F. HERMAN, député européen, mai 1988,
- K. JONES, James Capel, Director of Market Making Dept (Gilts), oct. 1987,
- MERRILL LYNCH, octobre 87, Broking Department - U.K. Equities,
- D. POLLOCK, oct. 1987, adviser on Minister of Defense - City relations, (congrès AIESEC),
- agence REUTERS, 17/09/87,
- SEAQ - Topic, sept. et oct. 87,
- SEAQ International - Topic, idem.